

LE MARCHÉ BOURSIER ET LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES (1890-1939)

**Thèse présentée pour le doctorat ès sciences économiques
par Pierre-Cyrille HAUTCŒUR**

sous la direction du Professeur Christian de Boissieu

CHAPITRES 6 et 7

Université de Paris I Panthéon-Sorbonne

1994

307

TROISIÈME PARTIE

LES EFFETS DES TRANSFORMATIONS MACRO-ÉCONOMIQUES ET INSTITUTIONNELLES

Introduction

Les chapitres précédents ont montré que les explications micro-économiques habituellement données des choix financiers des entreprises ne permettent de comprendre que partiellement l'évolution du financement des sociétés françaises durant notre période. Un certain nombre d'indices ont semblé aller en faveur d'une influence importante de la conjoncture boursière, en particulier sur les émissions d'actions. Cette partie ne cherchera cependant pas à analyser en détail la conjoncture, mais étudiera les mutations macro-économiques et les transformations institutionnelles qui peuvent expliquer les changements majeurs du financement des entreprises.

Plutôt que de chercher à mesurer l'importance quantitative d'effets désormais bien connus (en particulier l'éviction des entreprises privées par la dette publique ou par les émetteurs étrangers), nous chercherons à montrer comment le système financier français amortit ou amplifie leurs effets sur le financement des entreprises. Ce faisant, nous serons amené à constater l'importance des transformations institutionnelles du marché financier et des changements de comportements des agents (toutes choses difficilement mesurées par les modèles macro-économiques), et leur rôle dans la croissance de la contribution du marché financier au financement de l'économie française.

Nous séparerons chronologiquement cette partie en deux, du fait de la rupture considérable que produit la grande guerre : aussi bien sur le plan monétaire (avec l'apparition de l'inflation) que budgétaire ou sur celui de la balance des paiements, les changements sont considérables, de sorte qu'il serait artificiel d'étudier les mêmes types d'effets sur deux périodes dont les fonctionnements macro-économiques sont si manifestement différents.

Ce qui est commun cependant à la belle époque comme aux années folles, c'est que la domination du marché financier par certains types de titres a des

effets importants, quoique parfois indirects et peu aisément mesurables, sur le marché des titres privés : elle structure les institutions, modèle les pratiques des intermédiaires financiers comme les habitudes des épargnants, et détermine l'intérêt qu'ils éprouvent envers le financement des entreprises. Ce sont ces interactions que nous décrirons principalement dans ces deux chapitres.

Chapitre 6

La construction du marché des titres privés avant 1914

Durant le XIX^e siècle, le marché financier a été fermé aux entreprises privées, surtout industrielles, par les besoins considérables du financement de l'État et des compagnies de chemins de fer, accessoirement par ceux des banques. Dès le milieu du siècle, des emprunts étrangers s'y sont ajoutés. Nous examinerons d'abord si la croissance du marché financier durant notre période peut s'expliquer par le retrait de ces emprunteurs et par la fin de l'effet d'éviction qu'ils exerçaient sur les sociétés privées. L'examen de cette question nous amènera à étudier le fonctionnement institutionnel du marché parisien, et ses transformations durant notre période. Enfin, nous chercherons à savoir si la demande de titres s'est développée, et à comprendre les raisons qui amènent les épargnants à s'intéresser aux titres privés.

I. PEUT-ON PARLER D'UNE ÉVICTION DES TITRES PRIVÉS ?

La situation monétaire de la Belle époque correspond bien aux hypothèses des modèles néoclassiques soulignant la neutralité de la monnaie : stabilité des prix et indépendance de la Banque centrale se conjuguent dans un système d'étalon-or qui semble parfaitement stable durant notre période. On a vu en outre dans l'introduction de cette étude que l'importance du marché financier par rapport au marché monétaire et celle de la capitalisation boursière par rapport à la masse monétaire, incitaient à penser que le marché financier était largement indépendant de toute influence monétaire. Dans un tel cadre, on sait que les effets d'éviction sont normalement très puissants sur le marché des capitaux, de sorte que les entreprises privées ont à craindre la concurrence aussi bien des emprunteurs publics que des étrangers. On examine ci-dessous l'importance de ces effets entre 1890 et 1914 sur le développement du marché et donc sur le financement des entreprises.

I. A. La dette publique

La dette publique représente durant tout notre période la majeure partie de la capitalisation boursière. C'est d'elle que l'on pourrait craindre le plus aisément une éviction des entreprises privées. Or les années 1890 voient le marché financier français s'adapter à un changement majeur : la cessation des emprunts publics.

Le coup d'arrêt à la croissance de la dette publique *stricto sensu* (qui recule même d'un demi milliards) s'accompagne d'un fort ralentissement des émissions de tous les autres grands emprunteurs publics ou quasi-publics, qu'il s'agisse du Crédit foncier, des collectivités locales ou des grandes compagnies de chemins de fer. Après une hausse de 29% entre 1880 et 1891, la dette publique ainsi entendue au sens large ne croît que de 13,6% entre 1891 et 1913, soit un taux de 0,55% par an bien inférieur à celui de la croissance économique.

Cet arrêt résulte non seulement de l'absence de guerre (les conquêtes coloniales sont peu coûteuses), mais aussi de l'abandon de la politique de grands travaux contracycliques menée durant certaines des décennies antérieures. Par les intérêts considérables qu'il paye (près d'un milliards par an pour la dette publique au sens strict), l'État devient au contraire le principal pourvoyeur de capitaux du marché (tableau 6.1).

Tableau 6.1 : emprunts et paiements de l'État

	Émissions de titres publics	Intérêts et remboursements	Soldes positifs	Soldes négatifs
1870-74	1413	680	733	
1875-79	165	840		-676
1880-84	584	1001		-417
1885-89	183	1272		-1089
1890-94	260	1138		-879
1895-99	125	906		-781
1900-04	99	896		-797
1905-09	41	903		-861

Légende : montants en millions de francs courants.
Données communiquées par P. Verley.

Fonctionne ainsi ce qu'on a appelé une "régulation rentière" (B. Théret, 1993) dans laquelle une dette publique importante entraîne la distribution d'une grande part des impôts vers une catégorie sociale de rentiers. Bien que le nombre de personnes vivant de leurs rentes soit probablement assez élevé, une

part importante des revenus des titres est certainement épargnée, ne serait-ce que pour prolonger l'accumulation en vue des vieux jours¹.

La cessation des emprunts publics et para-publics ouvre la porte à la fois à une reprise des placements massifs à l'étranger et à l'ouverture du marché financier vers les sociétés privées, en particulier industrielles. Dans quelle mesure ces deux orientations ont-elles été antagonistes ? La multiplication des émissions étrangères a-t-elle freiné la croissance des investissements nationaux ?

I. B. Les émissions étrangères

Les études consacrées à l'effet d'éviction exercé par les emprunts étrangers sur les émissions des entreprises françaises sont nombreuses et partiellement contradictoires. Elles butent en premier lieu sur la difficulté qu'il y a à mesurer les montants concernés. Comme on l'a vu auparavant, la capitalisation boursière est le seul indicateur disponible avant 1890. Or il est encore bien moins fiable pour les valeurs étrangères que pour les françaises.

En effet, au moins avant 1914, les opérations financières ne connaissent pas de frontières. La Bourse de Paris, bien que localisée dans un endroit précis, vend les services de ses intermédiaires spécialistes dans le monde entier. Les opérateurs agissent de manière presque entièrement libre et aucune limitation des flux financiers ou monétaires ni aucun contrôle des changes n'existent, à tel point que les montants concernés par ces flux sont très difficilement connus².

Ainsi, ni la cotation des valeurs étrangères, ni même celle des titres français, n'impliquent une détention par des agents économiques résidant en France³. L'importance d'une capitalisation boursière démontre davantage la capacité des intermédiaires à offrir leurs services mondialement qu'elle n'indique précisément les dimensions d'une épargne nationale. En particulier, la capitalisation des valeurs étrangères est beaucoup plus élevée et sujette à

¹ Dans un modèle de cycle de vie à période d'accumulation plus longue que la période de consommation du capital, la part des revenus du capital touchés avant la retraite est en général supérieure à la moitié.

² Une des seules statistiques primaires existantes concerne les monnaies d'or déclarées aux frontières. Mais naturellement, les flux financiers ne se traduisent pas nécessairement par de tels déplacements.

³ Comme le souligne R. Girault (1973), la cotation simultanée dans plusieurs pays, la très faible surveillance administrative et même fiscale (malgré des efforts croissants à partir de la création de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières en 1872) et l'absence de restriction aux mouvements de capitaux internationaux, rendent toute évaluation de la part des titres étrangers cotés possédés par des Français très difficile. En outre, les Français peuvent posséder des titres étrangers non cotés, ou cotés épisodiquement à la coulisse. Neymark (1911a) estime en sens inverse à environ 10% des titres français cotés la part possédée par des étrangers.

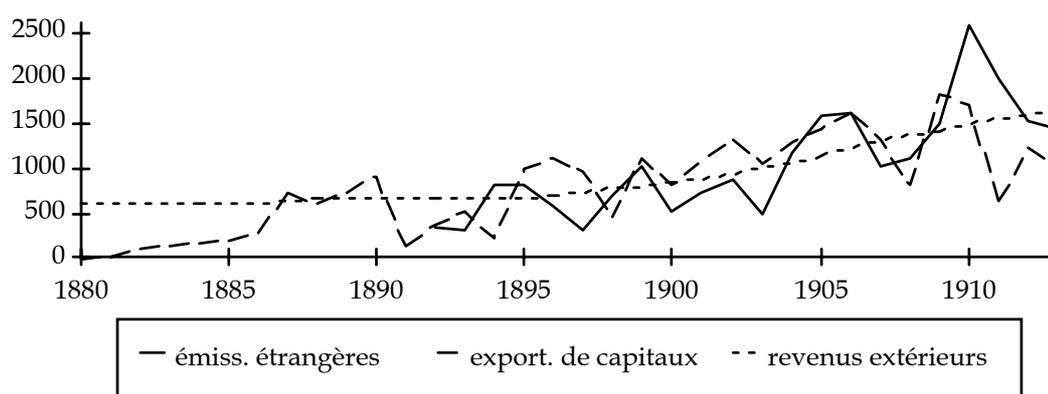
beaucoup moins de fluctuations que les actifs détenus par des français sur l'étranger. Par exemple, elle ne reflète pas le recul marqué qu'a subi la place parisienne du fait de la guerre franco-prussienne⁴ puis de la crise des années 1880.

On dispose en revanche à partir de 1892, grâce aux statistiques du Crédit lyonnais, d'estimations assez fiables du montant des émissions réalisées en France, mais cet élément, quoique plus précis, ne garantit pas que ces titres soient demeurés définitivement la propriété de résidents français. Seul un examen de l'ensemble de la balance des paiements peut permettre de porter un jugement sur ce point. C'est ce que réalise M. Lévy-Leboyer (1977, pp. 116ss), ce qui lui permet de construire une statistique des exportations de capitaux. Sur notre période, ces deux mesures des émissions en France et des exportations de capitaux s'accordent sur un montant d'environ 23 milliards entre 1892 et 1913, soit approximativement le produit intérieur brut de 1892 ou, chaque année, de l'ordre de 3,5% du PIB.

Un montant aussi considérable fait craindre des effets d'éviction considérables. Il faut cependant se garder de confondre flux bruts et nets. Non que la France reçoive beaucoup de capitaux de l'étranger, mais parce que, malgré leur augmentation rapide, les exportations de capitaux sont peu supérieures au revenu net des placements extérieurs : après une longue stagnation depuis 1870 liée au recul des créances sur l'étranger, la croissance de ce revenu reprend en 1896 ; il passe au total de 664 millions en 1890 à 1657 en 1913 (graphique 6.1).

⁴ Le coût de la guerre de 1870 pour la France est évalué à sept mois du revenu national de 1870, dont, à côté des dépenses de guerre et d'occupation, l'essentiel alla au paiement de l'indemnité de guerre. Celui-ci entraîna une liquidation massive des valeurs étrangères détenues par français et une augmentation de la dette publique française détenue par des étrangers.

Graphique 6.1 : exportations de capitaux et revenu des capitaux exportés.



Légende : montants en millions de francs courants. Sources : Crédit lyonnais pour les émissions, M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon (1985, pp. 320ss) pour les autres séries.

À la fin de cette période, et quelle que soit l'estimation du stock de créances de la France sur l'étranger que l'on retienne⁵, le revenu net des placements français à l'étranger en 1914 représente environ 30% de la FBCF française, 4,5% du Revenu national, près du double des exportations annuelles de capitaux en 1910-1913, ou 25% des exportations de biens et services : la France est devenu un pays rentier.

Une conclusion s'impose : l'importance des avoirs français à l'étranger dès le début de notre période est telle que les revenus de capitaux exportés antérieurement équivalent presque toujours aux montants exportés, ce qui suffit à éviter une éviction importante.

On peut néanmoins toujours parler d'éviction puisque si les exportations de capitaux avaient diminué ou cessé, l'épargne disponible pour les émetteurs français aurait augmenté, les taux d'intérêt diminué, stimulant probablement les émissions et l'investissement des entreprises françaises. On peut ainsi relier les exportations de capitaux et la remontée des taux d'intérêt à long terme à partir de 1900, et estimer leur effet sur l'économie française. Dans leur modélisation de cette période, M. Lévy-Leboyer et F. Bourguignon (1985, pp. 232ss) montrent que l'effet d'éviction sur les investissements français fut réel ; ils estiment que des exportations de capitaux diminuées de moitié par rapport à la situation réelle entre 1887 et 1913 auraient eu pour effet

⁵ Cameron (1961, pp. 71-88) estime la marge d'erreur à 20%. Selon, Kenwood & Loughheed (1971), la France est en 1914 le deuxième exportateur de capitaux au monde, avec un stock de créances à long terme sur l'étranger accumulé d'environ 52,7 milliards de francs soit 20% du total mondial, la moitié de la valeur des valeurs mobilières françaises et 138% du revenu national de 1913. Pour 1913 également, Feis (1964) propose seulement 45 milliards, et Cameron une somme de flux antérieurs cumulés de 50,4 milliards. L'accord est plus grand sur la répartition géographique du total.

d'augmenter de 4,6% le PNB en 1913, d'abaisser de 39,3% le taux d'intérêt et d'augmenter de 36,5% l'investissement non agricole.

L'effet d'éviction ainsi mesuré ne semble pas très considérable, d'autant que l'on peut douter de la plausibilité d'une baisse de près de 40% des taux d'intérêt à long terme. Elle conduirait à des taux de l'ordre de 2% sur les titres français en 1913, plus de un point en dessous du minimum historique atteint en 1898-99, niveau qui semble trop bas pour que l'on puisse négliger la possibilité d'un phénomène de trappe à liquidité (d'autant que la hausse des prix atteint environ 1% par an entre 1887 et 1913, ce qui réduit encore le taux d'intérêt réel⁶).

Cependant, ces auteurs vont peut-être trop loin lorsqu'ils ajoutent que ces exportations de capitaux ne s'expliquent pas par des caractéristiques macro-économiques de l'économie française⁷ (p. 129). En effet, ils considèrent implicitement que la cause des exportations de capitaux devait se trouver dans la demande émanant des pays receveurs (durant notre période, la Russie, certains pays d'Europe centrale, les colonies algérienne et indochinoise et les Amériques). Certes, cette demande était importante, et les taux d'intérêt payés par ces emprunteurs attrayants car sensiblement plus élevés que ceux des obligations françaises, au moins publiques, tandis que les perspectives de croissance des sociétés privées étaient souvent remarquables.

Pourtant, il est également possible que les exportations de capitaux aient été influencées soit par des considérations politiques, soit par des caractéristiques institutionnelles et fonctionnelles du marché financier. Or dans ce cas, il est possible qu'un rationnement des entreprises françaises ait eu lieu sans entraîner de hausse supplémentaire des taux d'intérêt, de sorte que l'effet d'éviction mesuré ci-dessus serait sous-estimé.

Les considérations politiques eurent un rôle considérable dans le cas russe, même si les investissements précédèrent en partie l'alliance et si les investissements directs s'ajoutèrent aux emprunts publics russes (cf. R. Girault, 1973 ; H. Nakayama, 1982). Ces considérations semblent négligeables pour les autres pays, le gouvernement français ayant plus de moyens de défavoriser que de favoriser les émissions étrangères par rapport aux françaises, et ne pouvant pas empêcher le relèvement des taux sur le marché financier qui

⁶ Il s'agit ici des prix industriels, qui seraient certes réduits selon cette simulation, mais seulement de 3% en fin de période, ce qui ne change guère le résultat.

⁷ Il semble qu'ils aient en vue essentiellement les taux d'intérêt. Cependant, il est clair pour les contemporains que c'est bien la chute des taux d'intérêt dans les années 1890, vécues comme la mort du rentier (Congrès international des valeurs mobilières, 1900) qui incita les épargnants français à souscrire massivement à des titres étrangers. Le redémarrage des exportations de capitaux au moment où les taux les plus bas du siècle sont atteints n'est pas un hasard.

devrait en résulter. Nous n'étudierons donc pas directement ce point. En revanche, l'importance du rôle propre du système financier français mérite un examen attentif, d'autant plus qu'il a été directement mis en cause à l'époque. En effet, si le marché favorise les émissions étrangères au delà de ce que le seul rendement anticipé relatif autorise, il peut être en mesure d'évincer les entreprises sans que les taux d'intérêt s'en ressentent.

I. C. Le rôle des banques dans les exportations de capitaux

I. C. 1. Les profits des banques

La hausse spectaculaire des émissions étrangères a suscité à l'époque de vives polémiques, nombre de commentateurs craignant ses répercussions sur l'économie française et en particulier sur le financement des sociétés. Les banques organisant les émissions sont alors au centre des critiques. On les soupçonne d'avoir préféré leur intérêt à celui du pays en acceptant les énormes commissions des emprunteurs publics et para-publics étrangers pour lesquels elles auraient transformé leurs agences en "officines de placement" (Lysis, 1908, p. 233).

Il est vrai que ces émissions fournirent une part conséquente de leurs bénéfices⁸, en particulier si l'on y ajoute ceux des opérations sur titres réalisées pour leur clientèle privée. En ce qui concerne les bénéfices sur les émissions, ils ne peuvent être excessifs que si les banques forment un oligopole sur le marché. Mais dans ce cas, rien n'explique pourquoi elles l'utilisent plutôt au service de très gros émetteurs (les États étrangers) que de petits (les entreprises françaises) vis-à-vis desquels leur pouvoir de marché pèserait davantage (les émetteurs étrangers peuvent au moins mettre en concurrence les grands marchés européens). Si leur pouvoir se trouve face aux épargnants, la préférence envers les titres étrangers ne va dans l'intérêt des banques que si l'élasticité de la demande de tels titres est inférieure à celle des obligations ou actions françaises ; la cause ultime se trouve alors du côté des épargnants. Dans tout autre cas, les bénéfices élevés des banques ne sont qu'un problème national de distribution de revenu, sans influence sur le choix des titres proposés au public.

⁸ Pour des indications en ce sens, cf. par exemple Bouvier (1964, pp. 200ss) et Michalet (1968, pp. 222ss). Le Crédit lyonnais (il est vrai l'une des banques les plus engagées en ce sens) aurait fait de 1896 à 1914 plus de 195 millions de francs de bénéfices sur les opérations sur titres, dont 69,5 millions sur les seules "grandes affaires" russes, ces dernières fournissant ainsi à elles seules 6% du total de ses bénéfices (Bouvier, 1979). Il n'apparaît pas clairement cependant s'il s'agit du montant brut des commissions ou si les coûts de placement sont déduits.

Dans la mesure où aucun espoir de profit supérieur ne les incite à préférer les titres étrangers, le souci de leur réputation doit amener les banques à veiller à ce que les intérêts de leurs clients ne soient pas lésés. En effet, si *a posteriori* on considère aisément les placements à l'étranger comme mauvais, rien ne permettait de penser que les titres d'États étrangers fussent de moins bons placements pour les épargnants que ceux des entreprises françaises.

Certes, des externalités positives de l'investissement sur l'économie nationale pouvaient justifier un certain favoritisme envers les entreprises françaises vis-à-vis des emprunteurs étrangers. Mais seul l'État devait mesurer de tels inconvénients des exportations de capitaux. Or, il contribua lui-même à favoriser les titres étrangers par rapport aux français : il n'utilisa presque jamais son droit de veto sur les émissions étrangères⁹ et ne les frappa que d'une fiscalité faible¹⁰ ; en outre, les hausses de l'impôt sur les successions et les débats sur l'impôt sur le revenu incitaient, en l'absence de contrôle, nombre d'épargnants à frauder le fisc par des placements à l'étranger plus discrets que des avoirs en France¹¹.

I. C. 2. Le fonctionnement des banques de dépôts

Plus encore qu'intéressé au placement des emprunts étrangers, le système bancaire français était particulièrement adapté à cette activité. Cette adaptation peut se mesurer clairement si on observe l'organisation des banques de dépôts (J. Bouvier, 1961 & 1964 ; Cauboue, 1942, p. 187s). Grandes administrations très centralisées, celles-ci sont adaptées à des tâches répétitives et aisément formalisables. Les campagnes de publicité nationales et les titres pouvant être placés au moyen d'arguments simples (garantie d'État, rendement élevé, patriotisme parfois) auprès d'une large clientèle, leur conviennent

⁹ Delanney (1928, p. 74ss) rappelle qu'il existe depuis un décret du 7 février 1880, un droit de veto du Ministère des Finances sur l'admission des titres étrangers à la cote, droit qui équivaut à un pouvoir sur les émissions puisqu'aucune émission ne saurait être réalisée en France sans promesse de cotation. Ce droit fut parfois utilisé stratégiquement (dans le cas russe, cf. Poincaré, 1926-74, II, pp. 320ss), mais aussi parfois pour défendre les intérêts des épargnants comme lorsque la Hongrie, puis plus tard Cuba, cessèrent de payer leurs dettes.

¹⁰ Becqué, (1912, p. 245) note que les titres non abonnés étrangers (c'est-à-dire en premier lieu les titres publics) bénéficient en fait au bout de quelques années d'avantages fiscaux par rapport aux titres français eux-mêmes ; il ajoute que l'abonnement est cher et difficilement répercutable sur les souscripteurs, et donc refusé par la plupart des émetteurs sérieux (p. 251).

¹¹ Cf. Baldy (1922, p. 215), Delanney (1928, p. 74), et dans le même sens de nombreuses interventions d'économistes soulignant la concurrence entre les États en matière de fiscalité du capital, par exemple Neymarck à la réunion du 5 avril 1905 de la Société d'économie politique.

parfaitement¹². Elles ont d'ailleurs mis au point ces méthodes pour les placements de titres publics ou para-publics français avant de les utiliser pour les émissions étrangères. Titres publics, à revenu fixe, libellés en francs et émis par petites coupures, les titres étrangers d'État et de chemins de fer qui dominent les émissions et la cote correspondent parfaitement aux goûts ou au moins aux habitudes, forgés par un siècle de rente française, d'un public soucieux d'un revenu stable plus que de plus-values incertaines¹³.

Cependant, si les titres étrangers ont bénéficié des techniques mises au point auparavant pour la dette publique, ils ont aussi réciproquement permis l'affinement des méthodes de placement des banques, au bénéfice des titres privés. En effet, si pour les valeurs publiques et semi-publiques françaises, le problème principal du banquier était de convaincre du rendement suffisant du titre à placer, dans le cas des titres étrangers, c'est aussi l'apprentissage du risque qui se réalise. Peu à peu, les banques apprennent à convaincre leurs clients de la solvabilité à long terme des emprunteurs (tâche d'autant plus nécessaire qu'à la fin du siècle, les exemples de faillites d'États endettés sont assez nombreux pour qu'on ne puisse plus les imputer à une malchance exceptionnelle et imprévisible), ce qui les familiarise avec des notions essentielles au passage à la souscription de titres privés.

I. C. 3. Banques d'affaires et banques de dépôts

On ne peut reprocher aux banques de dépôts d'avoir négligé les intérêts des entreprises françaises en matière d'opérations financières, sans s'apercevoir qu'on leur demande ainsi de faire ce pour quoi elles ne sont pas faites, et de prendre la place des spécialistes que sont en la matière les banques régionales et les banques d'affaires. Si elles cessent de prêter à long terme et de prendre des participations, c'est du fait de la prépondérance croissante de leurs

¹² Bigo (1947, p. 183) décrit les méthodes commerciales modernes (qu'il compare à celles des grands magasins) utilisées par les banques pour attirer les épargnants : démarchage à domicile, réduction des frais, prospectus alléchants, paiement des coupons à domicile, remploi immédiat des obligations amorties, souscriptions, arbitrages, *etc.* Bouvier (1979, p. 194) montre que dès 1894, la direction générale du Crédit lyonnais recommande aux directeurs d'agence un grand activisme pour les opérations sur titres, en particulier le démarchage systématique des clients intéressants. La Banque de France elle-même achète un nouvel immeuble consacré aux opérations sur titres en 1891.

¹³ C'est ce qui fait dire à Baldy (1922, p. 222) que, contrairement à l'affirmation de Lysis selon laquelle les banques de dépôt sont en mesure de faire choisir n'importe quels titres à leurs clients, "cette influence est surtout importante pour le choix de telle ou telle valeur dans un genre déterminé plutôt que pour le choix du genre de placement", ce dont il conclue qu'en fournissant abondamment des titres publics et parapublics étrangers les banques ont plutôt flatté le goût du public qu'elles ne l'ont créé.

ressources à vue et de l'expérience durement acquise dans les décennies antérieures sur le nécessaire adossement des termes du passif et de l'actif¹⁴.

Bien plus, leur succès n'a pas empêché les autres banques de maintenir des contacts plus personnels avec une clientèle aisée capable de souscrire à des titres plus risqués, et de continuer à soutenir substantiellement les entreprises industrielles.

Rien en réalité ne permet de penser que les banques de dépôts elles-mêmes aient par principe découragé ou désavantagé les entreprises françaises dans la voie de l'émission de titres quand ces émissions atteignaient des dimensions suffisantes pour être traitées selon leurs méthodes. Les commissions sur les émissions de titres privés étaient élevées, de sorte que des banques bien adaptées pouvaient tirer des profits élevés de leur organisation. Auraient-elles eu peur de l'effet du placement de quelques canards boiteux sur la fidélité de leur clientèle titres ? Cela semble improbable car le public des rentes et des chemins de fer étrangers n'est pas le même que celui, beaucoup plus étroit, qui achète des titres industriels. On est simplement ramené à l'inadaptation des structures des grandes banques de dépôts au placement auprès du public choisi qui s'intéresse aux titres plus risqués, requérant plus d'information et de temps consacré à la gestion de portefeuille que les titres de pères de familles dans lesquels elles sont spécialisées.

D'ailleurs, les banques de dépôts n'ont pas abandonné toute activité de banques d'affaires durant cette période, bien que la faillite de l'Union générale (1882) puis la chute du Comptoir d'escompte (1889) aient conduit nombre d'entre elles, à la suite du Crédit lyonnais, à s'écarter des risques industriels ou des spéculations sur les matières premières. La Société générale demeure ainsi une banque mixte. La raison de ce maintien partiel est simple : la prise de participations industrielles ou même la contribution au lancement d'entreprises nouvelles comporte des intérêts non négligeables, même d'un point de vue strictement bancaire, en ce qu'il garantit une clientèle sinon captive, du moins naturellement fidèle.

Enfin, si les banques de dépôts ont bien diminué leur activité de soutien direct à l'investissement, les banques d'affaires, dont c'est le métier, connaissent un large développement durant cette période¹⁵. Celles-ci sont spécialisées dans le financement des entreprises, à la fois par l'organisation pour le compte de celles-ci d'émissions de titres sur le marché et par un soutien direct consistant en des participations et des souscriptions de titres. Certes, leur appui ne semble

¹⁴ En outre, les fonds propres des banques de dépôt, malgré des profits en hausse, ne suivent pas entièrement entre 1900 et 1913 leur total de bilan.

¹⁵ Le nom de banques d'affaires apparaît vers 1900, quand elles commencent à se multiplier.

pas très important quantitativement (230 millions environ vers 1900) par rapport aux montants disponibles sur le marché. Leur activité est cependant certainement nettement minorée par les sources disponibles qui n'incluent pas les banques régionales ni ne tiennent compte de la rotation qu'impriment les banques d'affaires à leur actif. Cet appui aux entreprises augmente en outre rapidement durant notre période (de 96% entre 1900 et 1913 pour les principales d'entre elles, cf. tableau 6.2).

Tableau 6.2 : portefeuilles titres des principales banques d'affaires

	Paribas	BUP	Crédit mobilier	BFCI	Crédit français	SG	Total
Fin 1900							
Portefeuille titres	56	20	5	12		52	145
Participations	14	8	0	6		57	85
Fin 1913							
Portefeuille titres	94	51	31	19	15	46	256
Participations	64	22	13	12	14	69	194

Légende : montants en millions de francs. Crédit mobilier français : fin juin 1903 et 1913 ; BUP : fin 1904 ; BFCI : fin 1902. Source : Baldy (1922).

Si elle existe, l'insuffisance des appuis accordés par le système bancaire à l'investissement des entreprises françaises ne relève donc pas d'une volonté systématique des grandes banques (de dépôts ou d'affaires) de favoriser l'emprunt extérieur. Elle s'explique plutôt par la modernisation beaucoup plus rapide de ces banques que des banques régionales qui seules sont en contact avec les entreprises moyennes. Ni les banques de dépôts (qui refusent les risques à long terme), ni les banques d'affaires n'ont l'organisation et les capacités nécessaires pour répondre aux besoins de ces entreprises. Certes, certaines banques régionales connaissent, en particulier en Lorraine et dans le Dauphiné, un fort développement en étroite liaison avec celui d'industries sidérurgiques et électriques nouvelles et modernes, indépendantes de la finance parisienne. Mais ailleurs, la faiblesse des banques régionales s'explique, autant que par la concurrence des grandes banques, par l'insuffisante concentration de l'industrie française¹⁶, par la rareté des capitalistes acceptant de détenir des titres industriels, et par la faiblesse corrélative des capacités d'admission du réseau boursier.

¹⁶ C'est la thèse de Baldy (1922, pp. 204ss), selon lequel les banques locales disposaient de capitaux souvent insuffisants, tandis que les grandes banques parisiennes acceptaient parfois de réaliser des émissions pour le compte d'entreprises qu'elles connaissaient peu, mais non de leur consentir des crédits. Selon lui, seul le développement d'omniums et de trusts comme en Allemagne ou aux États-Unis aurait permis aux banques d'affaires de surmonter la difficulté d'information sur de si nombreuses entreprises et d'organiser des structures de financement à même de les soutenir.

Ceci suggère d'examiner la responsabilité des marchés boursiers dans l'éviction des titres français par les émissions étrangères.

I. D. Le marché financier et les émissions étrangères

À côté des banques de dépôts, on aurait en effet pu incriminer le marché boursier de réticences envers les entreprises françaises, puisque par exemple H. Nakayama (1982 p. 206) conclut son étude des flux de capitaux vers la Russie en les expliquant davantage par le fonctionnement efficace du marché parisien que par l'activité des banques. On a vu la part considérable que les valeurs étrangères occupent à la cote, et celle, très faible comparativement, des titres privés. Hormis les emprunts publics, le parquet avait d'ailleurs la réputation de n'être ouvert qu'aux très grandes entreprises et de pratiquer une politique d'admission sévère (Brocard *in* Aupetit, 1912, p. 143), ce que contredit cependant la présence d'un certain nombre de sociétés de petite taille parmi les sociétés cotées, et ce dès 1891 (*cf.* chapitre 2). Malheureusement, les archives de la Société des Bourses françaises ne semblent pas fournir d'indications sur les conditions d'admission. Les éléments disponibles permettent cependant de penser que, de même que les banques de dépôts et pour des raisons similaires, le parquet ne semble pas avoir montré une préférence pour les titres étrangers, mais plutôt pour les titres publics et semi-publics qui offraient une plus grande liquidité.

Plus que le parquet, ce sont les Bourses de province et la coulisse, réputées plus ouvertes et plus dynamiques que le parquet, qui devraient les premières s'intéresser aux titres des entreprises françaises. Les Bourses de province y ont en effet consacré une part importante de leurs moyens, mais ceux-ci étaient limités du fait de la concentration des capitaux à Paris. La coulisse est de fait mieux adaptée à de petites émissions et surtout au placement de paquets de titres lors de l'introduction sur le marché de PME. Même les commentateurs qui lui sont hostiles reconnaissent son efficacité en ce domaine. Aux yeux de tous, si ce sont les banques qui organisent et garantissent les émissions, seuls les coulissiers animent le marché et portent les titres en attendant leur classement définitif.

Or cette efficacité ne suffit pas à faire agir les coulissiers en faveur de l'industrie nationale. Non que l'on puisse les accuser d'être attirés par des commissions ou des primes d'émission plus élevés sur les titres étrangers : la coulisse réalise en effet peu d'émissions de titres étrangers et se contente en général de coter les titres émis sur des places étrangères ; elle réalise donc

moins de profits liés à l'émission sur ces valeurs que sur les titres français. En réalité, les coulissiers ne se préoccupent que de la largeur du marché qu'ils seront en mesure de créer pour des titres nouveaux, et des profits en résultant. Ceci n'empêche pas leur cote d'être largement dominée dans les années 1890 et 1900 par les valeurs étrangères, titres publics et de chemins de fer (comme à la cote officielle) mais aussi mines métalliques ; réunis, ces titres étrangers représentent plus de 90% de la capitalisation de la coulisse en 1900 (tableau 6.3)¹⁷. Celle-ci semble donc n'avoir pas servi davantage que les agents de change les intérêts de l'économie française.

Tableau 6.3 : répartition des titres cotés en coulisse

	1900 nb	1900 capit.	1909 nb	1922 nb	1929 nb
Sociétés françaises en France					
- actions	94	253	139	184	334
- obligations	25	41	18	47	84
Sociétés françaises hors de France	33	543	15	30	70
Fonds publics étrangers	28	2056	61	76	74
Autres titres étrangers	156	7038	248	291	233
Total	336	9930	481	628	795

Légende : Nombres de sociétés cotées en coulisse (en 1900, les sociétés également cotées à un autre marché sont exclues ; aux autres dates ce n'est le cas que de celles cotées à Paris). La capitalisation boursière est fournie en 1900 seulement (en millions de francs). Sources : Congrès international des valeurs mobilières (1900) pour 1900, et *Annuaire des valeurs inscrites à la cote du syndicat des banquiers* pour les autres dates.

Dans le contexte de lutte entre la coulisse et le parquet que connaissent les années 1890 (*cf. infra*), la revendication par la Compagnie des agents de change d'un certain nombre de titres auparavant cotés en coulisse et la menace d'intenter de nouveaux procès à celle-ci pour infraction au monopole, incitent peut-être les coulissiers à développer leur activité internationale dans la mesure où ils peuvent ainsi opérer sur un grand choix de titres que ne revendique pas la cote officielle.

Ceci ne semble cependant pas suffire à expliquer l'extraversion décrite ci-dessus. D'une part en effet la cotation de titres étrangers en coulisse n'est pas alors une nouveauté ; d'autre part, le conflit avec le parquet porte également sur ces titres¹⁸ ; enfin et surtout, la raison principale de l'orientation accélérée de la coulisse vers les titres étrangers dans les années 1890 se trouve manifestement bien davantage dans l'occasion de profits élevés qui se présente

¹⁷ Malheureusement, il est difficile d'établir la capitalisation des titres cotés en coulisse avant 1898 du fait de l'absence d'unité et d'organisation de ce marché avant cette date.

¹⁸ Même si c'est seulement sur quelques cas particuliers (le 3% italien par exemple), le conflit peut être aussi dur sur ces titres que sur les français.

avec le développement rapide des mines d'or sud-africaines, que dans une stratégie défensive de réorientation vers les titres étrangers. Le boom des mines d'or de 1894-95, une des grandes fièvres spéculatives du siècle, est un bon exemple de la capacité d'innovation et de la rapidité de réaction à la demande de la coulisse, largement indépendante d'un choix *a priori* en faveur de titres nationaux ou étrangers, mais qui n'est qu'un exemple particulièrement brillant de l'attrance vers l'étranger que ressent alors tout le marché financier français.

On constate donc que l'orientation des coulissiers vers les titres étrangers relève, comme pour les banques, d'une simple maximisation de leur profit, résultant de leur appréciation du marché. Pas plus que les banques de dépôts, les intermédiaires spécialisés que sont coulissiers et agents de change n'ont d'hostilité envers les titres des entreprises françaises. Les titres étrangers sont cotés parce qu'ils correspondent aux savoir-faire des intermédiaires et parce qu'ils sont demandés par les capitalistes français ; ceux-ci les achètent parce qu'ils n'en connaissent pas d'autres qui satisfassent à leurs besoins.

On serait donc tenté de voir l'augmentation des placements à l'étranger comme le résultat quasi mécanique de l'écart entre épargne et investissement internes, c'est-à-dire de la lenteur de l'augmentation de la consommation ou de l'investissement internes malgré des taux d'intérêt faibles. On peut proposer l'interprétation suivante de cet écart. Les revenus du capital financier et l'essentiel de la capacité d'épargne nouvelle sont concentrés dans une population bourgeoise dont la propension à épargner est élevée. Cette bourgeoisie détentrice de capitaux est largement différente de celle qui souhaite investir, dont elle est séparée souvent à la fois socialement (bourgeoisie "de robe" plus que commerciale), géographiquement (plus provinciale et rurale) et culturellement (plus prudente et méfiante envers les risques industriels). Un marché jouant le rôle d'intermédiaire est donc nécessaire.

Or si le marché boursier dans son ensemble est depuis longtemps très actif, il n'en est pas de même de son segment consacré aux titres privés. Ceux-ci semblent en outre peu aisément substituables aux titres publics dans les portefeuilles d'épargnants habitués à un revenu faible mais assuré et durable. On ne peut donc guère s'étonner que la fin des emprunts publics ou quasi-publics massifs des années 1870 et 1880 débouche (comme après les années 1840 et 1850) sur des placements massifs en rentes étrangères, substitut

apparemment le plus proche des rentes françaises¹⁹. Cette réaction protectrice est d'autant plus inévitable que la tentative spéculative du début de la Troisième République a débouché sur les krachs de l'Union générale et du Comptoir d'escompte, et sur la catastrophe de Panama²⁰.

Le responsable serait alors l'État qui, en finançant par la dette ses dépenses et en s'abstenant de rembourser cette dette en période favorable, non seulement utilise la fiscalité pour redistribuer les revenus des actifs (entreprises et particuliers) vers les inactifs (rentiers), mais habitue les épargnants à des placements sans risques (puisque le risque monétaire, le seul que supporte la dette publique, est absent au XIX^e siècle), au détriment des entreprises.

Cependant, avant de blâmer l'État, il faudrait être certain que l'offre de titres des entreprises est en mesure de suppléer celle des émetteurs étrangers, ce qui n'est en rien assuré. On pourrait en effet penser que l'offre de titres privés français n'a pu que progressivement prendre le relais de la dette publique, surtout dans des années 1880 où la crise économique rend les anticipations défavorables et freine donc l'investissement. À partir de 1895 et durant les deux décennies qui précèdent la Grande guerre, les entreprises privées développent au contraire fortement leurs émissions, au moment même où les fortes émissions étrangères sont réputées les avoir évincées du marché. En 1913, une enquête auprès d'environ 10.000 patrons menée par le journal *France-Univers* ne relève pas de plaintes concernant l'existence d'une contrainte de financement (H. Nakayama, 1982, p. 221).

Les effets d'éviction des émissions étrangères pourraient avoir été contrecarrés à partir des années 1890 par une transformation du fonctionnement du marché boursier à l'origine de laquelle on trouve un certain nombre de changements institutionnels impulsés par le Gouvernement et la Compagnie des agents de change. La réaction à ces changements des différents acteurs intéressés, des entreprises aux épargnants, aurait entraîné un développement rapide du marché des titres privés. C'est cette transformation des institutions et des comportements que nous examinons ci-dessous.

¹⁹ C'est ce qu'affirme Testis (1907), selon lequel la raison majeure des exportations de capitaux est que les Français veulent des titres publics et que l'État français n'émet plus.

²⁰ La compagnie de Panama, fondée en 1880, a émis avant sa liquidation en 1889 plus de 4 millions de titres grâce auxquels elle a encaissé plus de 1,4 milliards de francs. Les souscripteurs ont reçu durant la même période 250 millions en dividendes, intérêts ou remboursements.

II. L'ÉVOLUTION DES INSTITUTIONS ET DES COMPORTEMENTS

Jusqu'à la fin du siècle environ, les émetteurs privés semblent pris dans un cercle vicieux : la faible liquidité du marché rend très hasardeux d'y lancer des émissions, tandis que la rareté des sociétés cotées comme des émissions privées (en particulier d'actions) fait de Paris un marché presque exclusivement centré sur les titres publics à revenu fixe, où les spécialistes compétents (banques, coulissiers et agents de change) ne se soucient pas plus des titres privés que les souscripteurs potentiels. Ce désintérêt général empêche la croissance des transactions et donc de la liquidité de ce segment relativement autonome du marché.

Ce cercle vicieux semble être rompu dans les années 1890, qui connaissent une transformation considérable du marché. Le nombre des titres privés cotés augmente, leur capitalisation s'accroît, les cours et les transactions suivent grâce à une conjoncture favorable, la diffusion des titres privés dans le public s'étend ce qui facilite la multiplication des émissions que l'on constate surtout après 1900. C'est dans cet ordre, à la fois logique et chronologique, que nous examinerons le développement de ce marché, en cherchant à en comprendre les raisons.

Ce schéma repose au moins partiellement sur une initiative de la Compagnie des agents de change. Le monopole dont bénéficie officiellement le parquet pour les transactions sur les titres inscrits à sa cote suggère d'analyser son comportement en termes de concurrence imparfaite²¹. On peut ainsi considérer le marché financier français comme constitué d'un marché officiel monopoliste et d'une coulisse proposant des titres différents, substitués imparfaits de ceux du marché officiel, à un coût de transaction inférieur. Les clients arbitraient entre les titres de première qualité du parquet, pour lesquels ils doivent payer une prime de monopole, et ceux de la coulisse. Nous montrons ci-dessous que cette analyse permet de comprendre certains éléments de l'évolution des années 1890-1914, mais qu'elle se heurte à des limites importantes.

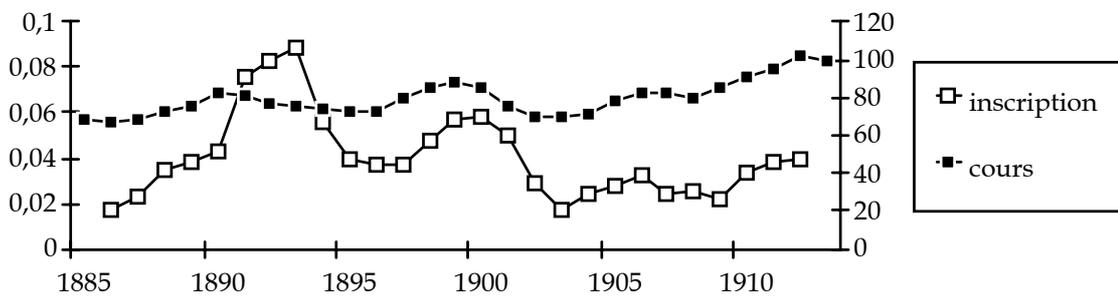
²¹ Cette interprétation en termes de monopole est suggérée dans Oudin & Vidal (1900), et chez divers auteurs de l'époque.

II. A. Les effets du monopole

II. A. 1. Contestation du monopole et réponse du parquet

On a vu dans le chapitre 1 que les sociétés privées cotées au parquet voient dès les années 1890 leur capitalisation augmenter sensiblement par rapport à la période antérieure, en particulier les sociétés industrielles jusque là peu représentées. L'observation des admissions à la cote montre que cette croissance n'est pas le simple reflet de la hausse des cours (graphique 6.2).

Graphique 6.2 : inscriptions à la cote et cours des actions



Légende : L'indice "inscription" indique le nombre de sociétés inscrites à la cote dans l'année rapporté au nombre de sociétés cotées en début d'année (moyenne mobile sur trois ans ; échelle de gauche). Cours est l'indice de cours des actions de la SGF (1913=100, échelle de droite).

Le mouvement d'admission à la cote officielle qui a lieu dans les années 1890 est plus intense que celui que l'on constate lors de chaque cycle boursier, en léger décalage avec la hausse des cours, et qui résulte des espoirs de gain en capital qu'éveille la hausse des cours chez nombre de propriétaires de petites sociétés non cotées plus encore que des fondations de sociétés résultant de l'euphorie de la croissance²². En outre, ce mouvement d'admission a lieu malgré une baisse nette des cours.

Le parquet fait ainsi preuve au début des années 1890 d'une grande capacité d'adaptation, qui se traduit par l'admission à sa cote d'un grand nombre de sociétés industrielles. Cette situation contraste avec la vision traditionnelle du parquet parisien comme marché monopoliste concentré sur

²² Malheureusement, il est difficile de savoir si les autres marchés (coulisse et parquets de province) se développent de la même manière durant les années 1890. En effet, la coulisse n'est pas encore (sauf pour la rente) organisée formellement, ce qui rend l'observation de sa cote difficile. Quant à la province, le nombre de valeurs cotées à Lyon, réputé le marché non seulement le plus important mais le plus dynamique, baisse entre 1881 (certes sommet conjoncturel) et 1900 de 115 à 104, ce qui est certainement significatif d'un développement limité, même si la capitalisation boursière augmente de 78% (selon François-Marsal, 1928-31). D'ailleurs, même un développement rapide de ces marchés n'irait pas nécessairement contre notre interprétation.

les titres publics, peu enclin à prendre des risques ou à chercher à se développer.

La raison majeure de ce développement exceptionnel est sans doute un changement de politique de la Compagnie des agents de change, en liaison avec sa concurrence avec la coulisse. Cette concurrence est une caractéristique récurrente de l'histoire du marché parisien²³. Elle oppose une Compagnie des agents de change détentrice d'un monopole de transaction dont l'usage a été restreint tacitement aux titres admis à sa cote, à une "coulisse", réunion informelle de "banquiers en valeurs" échangeant librement des titres, y compris parfois en infraction au monopole, et fournissant au marché une activité très grande du fait de leur capacité à se porter contrepartie et à opérer à terme.

Cette concurrence renaît logiquement dans les années 1880, d'abord parce que la baisse des opérations qui suit le krach de l'Union générale (1882) attise les conflits, ensuite parce que les opérations effectuées à titre personnel par un certain nombre d'agents de change lyonnais et parisiens durant la période spéculative précédant le krach, ont mis toute la compagnie dans une situation de faiblesse (financière et surtout morale) et ont encouragé les opposants à leur monopole à remettre la question à l'ordre du jour²⁴.

Devant la concurrence croissante des coulissiers, y compris sur des titres cotés, les agents de change passent à l'attaque au début des années 1890. Après un premier débat houleux devant les Chambres, les coulissiers remportent un succès en 1893 en obtenant la neutralité de l'État, ce qui équivaut presque à leur reconnaissance officielle puisqu'ils se voient habilités à prélever l'impôt nouvellement créé sur les opérations de Bourse²⁵, y compris sur les titres cotés.

Avant même cette décision, le parquet réagit à la concurrence autrement que par des poursuites judiciaires. Les agents de change comprennent que le temps de l'animation de la cote par les émissions publiques et para-publiques était passé, et que la coulisse leur était supérieure dans la négociation des valeurs étrangères du fait de sa capacité à réaliser un arbitrage efficace avec les places financières étrangères²⁶. Ils se rendent compte des possibilités de

²³ Ce conflit est relaté en détail, avec l'argumentation en faveur du monopole (sécurité) et contre lui (efficacité) qui fait la matière de nombreux livres et thèses de droit de l'époque, dans Nakayama (1982, ch. 2).

²⁴ Charoussat (1899, p. 169s) fournit une liste de scandales incriminant des agents de change spéculateurs, dont le dernier en date remonte à 1890 seulement.

²⁵ Ce succès devait être renforcé par une attitude nouvelle des tribunaux à l'égard de la coulisse, à laquelle il est désormais possible de se protéger contre ses clients indéclicats (Marseilhan, 1930, p. 43-4).

²⁶ Le *modus vivendi* de 1892 entre la Compagnie des agents de change et les coulissiers consacre d'ailleurs le droit des coulissiers de continuer à intervenir sur le marché des plus actifs des

développement offertes aux coulissiers par la légalisation en 1885 des opérations à terme dont ils sont spécialistes. Le parquet doit donc non seulement réaffirmer son monopole, mais trouver d'autres affaires sur lesquelles son savoir-faire soit utile, et lui permette d'être compétitif. Il trouve la solution dans le développement de sa cote vers les affaires industrielles et commerciales les plus solides, au delà des grandes sociétés organisées par la haute finance parisienne qui avaient jusque là sa préférence.

Ce sont d'abord la réforme de l'organisation de la Bourse (décret du 7 octobre 1890 codifiant le fonctionnement du marché) et le rétablissement en 1892 de la deuxième partie du *Bulletin* de la cote²⁷, qui fournissent le moyen de moderniser le marché sans paraître faire courir davantage de risques à une clientèle traditionnellement prudente²⁸. Grâce à ces réformes surtout formelles, le parquet peut admettre à sa cote une cinquantaine de sociétés françaises en quatre ans au début des années 1890. On peut d'autant mieux attribuer ces admissions à un choix stratégique qu'elles précèdent largement le début du mouvement de reprise de l'activité économique (ordinairement daté de 1897 ou 1898)²⁹. Cette ouverture de la cote s'adresse à des entreprises plus petites qu'auparavant comme le montre la baisse de la taille moyenne (mesurée par la capitalisation boursière) des sociétés cotées, qui passe de 59,5 millions en 1891 à 43 en 1901³⁰. Elle s'accompagne enfin d'une multiplication des admissions au marché à terme qui montre la volonté des agents de change d'attaquer la coulisse sur son propre terrain.

On en conclut que la concurrence accrue de la coulisse a incité dans les années 1890 le parquet à élargir le champ de sa cotation, ouvrant ainsi un accès

titres étrangers cotés (rentes ottomanes et égyptiennes en particulier), même s'ils s'engagent à cesser leurs opérations sur les autres.

²⁷ On notera que la suppression de la deuxième partie du *Bulletin* de la cote officielle avait été provoquée par une demande du Ministre des finances Fould en 1866 qui craignait que le public tirât de l'existence de deux parties distinctes l'idée d'une différence de qualité entre les titres. Cette suppression était à l'origine de la séparation entre titres cotés et non cotés et donc du développement légitime de la coulisse qui pouvait prétendre ne s'intéresser qu'aux titres délaissés par les agents de change.

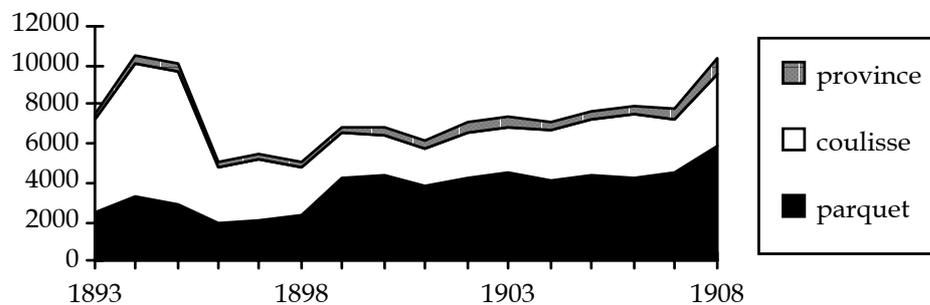
²⁸ Le décret de 1890 étend les droits de contrôle de la chambre syndicale sur la comptabilité et la marche des affaires des différentes charges, ce qui augmente la sécurité des transactions.

²⁹ Un total de 183 sociétés sont admises à la cote de 1891 à 1902. Si on compare le nombre de sociétés admises durant les décennies 1880 et 1890 et encore présentes à la cote au début de la décennie suivante, on constate un doublement pour les sociétés autres que financières (ces dernières ayant été la spécialité des années 1880).

³⁰ La variation des cours n'explique pas cette évolution. Si on exclue les compagnies de chemins de fer, dont la grande taille peut sembler fausser la comparaison, on trouve respectivement 37,9 et 29 millions en 1891 et 1901 (il s'agit des capitalisations totales, incluant actions, parts et obligations, cotées ou non).

aux entreprises industrielles jusque là maintenues largement hors de la Bourse. Cette offensive se traduit dans les transactions, puisque la part du parquet en leur sein augmente brutalement à partir de 1896 (on peut même penser qu'elle l'aurait fait plut tôt si la conversion de la rente en 1894 et le boom des mines d'or en 1895 n'avaient fourni une activité exceptionnelle à la coulisse). La coulisse perd alors une part non négligeable de sa clientèle au profit du parquet, qui significativement devient dès 1898 le premier contributeur à l'impôt sur les opérations de Bourse et passe entre 1896 et 1900 d'environ les deux tiers du montant payé par la coulisse à plus du double (Graphique 6.3 et 6.4).

Graphique 6.3 : impôt sur les opérations de Bourse, 1893-1908



Légende : montant de l'impôt en millions de francs et sa répartition entre les différents marchés. Le montant de 1893, payé seulement sur 7 mois, a été annualisé.
Source : *Bulletin de statistique et de législation comparées* (annuel).

Graphique 6.4 : importances relatives de la coulisse et du parquet



Légende : rapport de l'impôt sur les opérations de Bourse payé par la coulisse sur celui du parquet.

II. A. 2. Réaffirmation du monopole : le retour au conservatisme

Après avoir dû, face à une concurrence croissante, étendre son champ d'activité, le parquet parvient en 1898 à faire renforcer son monopole : la loi réaffirme alors (amendement Fleury-Ravarin) l'interdiction faite à la coulisse de coter les valeurs inscrites au parquet, interdiction souvent enfreinte et contestée dans son principe auparavant³¹.

³¹ Sur ce conflit, cf. Oudin & Vidal (1900, pp. 14-30).

Comme le prévoit une analyse en termes de monopole, la décennie suivante voit les bénéfices des charges augmenter fortement³² et les agents de change revenir à une gestion conservatrice destinée à assurer la position ainsi acquise. La définition de la cote est en effet le principal élément à la disposition des agents de change pour maximiser leur profit. L'élargissement de la cote entraînant des coûts fixes supplémentaires que seules des transactions accrues peuvent compenser, les agents de change arbitrent en fonction de ces deux influences, ce qui conduit à une croissance d'autant plus lente du nombre de titres cotés qu'il n'est pratiquement pas possible de retirer une action de la cote³³

Le nombre de sociétés inscrites à leur cote n'augmente ainsi que de 17% entre 1901 et 1913 contre 57% entre 1891 et 1901, la taille moyenne de ces sociétés lors de leur inscription remonte de 7,5 à 11,9 millions de francs 1913 (tableau 6.4), et la taille moyenne de l'ensemble des sociétés cotées remonte à 56 millions (48,3 hors chemins de fer) en 1913 contre 43 (29 hors chemins de fer) en 1901, soit dans les deux cas bien plus que ce que la hausse des prix³⁴ pourrait justifier. La première décennie du siècle constitue ainsi, en pleine croissance économique et malgré une hausse des cours importante, une période aussi restrictive pour les admissions à la cote que la crise des années 1930.

Tableau 6.4 : taille des nouvelles sociétés inscrites

	nb	nb/an	taille nomin	taille réelle
1890-1901	175	14,6	6,5	7,5
1902-1914	119	9,2	10,9	11,9
1915-1924	188	26,9	20,7	6,5
1925-1929	180	36	27,3	5
1930-1936	58	8,3	44,7	8,7

Légende : La taille est mesurée par le capital nominal libéré à la fin de l'année d'inscription, en millions de francs courants. La taille réelle est le même montant en francs 1913. Le nombre d'inscription par an est calculé sans compter les années 1915-1917 où seulement quatre inscriptions ont lieu.

³² Selon une série non publiée constituée à partir des archives des charges par P. Verley.

³³ Les coulissiers utilisent à l'inverse leur faculté de moduler les coûts de transaction pour créer un marché sur des titres que les courtages élevés empêchent le parquet de coter faute de transactions suffisantes.

³⁴ La hausse des cours explique une part de cette hausse ; mais dans la mesure où elle dépasse celle des prix, elle correspond à un accroissement de la valeur moyenne des entreprises cotées, accroissement qui n'est pas contrecarré par les admissions de nouvelles sociétés plus petites qu'auraient pu réaliser les agents de change à la faveur de la hausse des cours.

Après une période qu'elle considère peut-être elle-même comme aventureuse, la Compagnie des agents de change, assurée de sa domination, préfère ainsi un retour à la prudence, même s'il favorise une reprise de la croissance de la coulisse et des marchés de province.

Les observateurs de l'époque constatent en effet que les autres marchés se développent après 1900 plus vite que la cote parisienne, à la fois pour les émissions et les transactions (Brocard *in* Aupetit, 1912). Les chiffres sur l'impôt sur les opérations de Bourse montrent une baisse de 20% pour les Bourses de province entre 1894 et 1900 suivie d'une hausse de 136% entre 1900 et 1908, et une baisse de 70% suivie d'une hausse de 82% pour la coulisse durant les mêmes périodes. Pendant ce temps, l'impôt payé par le parquet croît régulièrement de 32% par période (*cf. supra* graphique 6.3). L'évolution des capitalisations boursières (doublée à Lille entre 1900 et 1914, en hausse de 80% à Lyon) va dans le même sens (François-Marsal, 1928-31). Enfin, pour ce qui est des seules sociétés privées, leur nombre augmente sensiblement plus vite entre 1902 et 1909 en coulisse (28%) qu'au parquet (6%). Il est d'ailleurs probable que c'est pour ces sociétés que ces évolutions ont été les plus nettes.

Quel que soit leur brio à court terme, ces reprises des autres marchés ne sont plus en mesure de contester la position dominante du parquet. La reprise que connaît la coulisse reste très lente au regard de la rapidité avec laquelle le parquet lui avait pris la prééminence. La raison en est que la rupture de 1898 ne marque pas seulement une réaffirmation du monopole, mais un déplacement durable du partage des tâches entre marchés qui ne peut être compris qu'en considérant d'autres aspects de leur fonctionnement.

II. B. Au delà du monopole : spécificités des différentes cotes

L'explication de l'évolution du marché avant 1914 par une simple théorie du monopole (contesté puis renforcé) ne permet pas de comprendre réellement l'émergence d'un marché des titres privés. Cette émergence s'appuie d'abord sur les différences importantes qui existent entre parquet et coulisse.

II. B. 1. Limites de l'explication par le monopole

À la différence d'un monopole privé ordinaire, le parquet ne fixe pas ses courtages, ce qui rend difficile d'expliquer en termes de maximisation de profit le comportement que nous venons de constater. Il faut ajouter que le coût de transaction doit être corrigé pour inclure la qualité du service rendu, en particulier le risque de transaction. Il est clair que l'argument principal du

parquet dans sa concurrence avec la coulisse est la sécurité qu'il offre aux épargnants. Offrir cette sécurité présente un coût pour les agents de change : ils doivent renoncer à des pratiques spéculatives (de contrepartie) qu'ils avaient pratiquées dans le passé (bien qu'elles fussent déjà interdites).

Or, contrairement à la prédiction d'une théorie de la concurrence imparfaite, le prix du service du parquet baisse doublement en 1898 alors que le monopole se renforce³⁵. En effet, l'État impose en échange du renforcement du monopole à la fois une baisse du tarif des courtages et un renforcement de la sécurité de transaction dont la solidarité des agents de change (renforcée par leur cooptation et la présence d'une caisse commune) et l'interdiction réaffirmée de la contrepartie sont les deux éléments principaux.

D'autre part, le coût de transaction ne peut pas être entièrement comparé à un prix car il n'affecte pas au même degré tous les opérateurs du marché. En effet, la différence de coût entre le parquet et la coulisse n'intéresse que les opérateurs effectuant beaucoup de transactions, les spéculateurs qui impriment une rotation accélérée à leur portefeuille en vue de plus-values. L'immense majorité des épargnants réalise des placements à long terme sur lesquels le coût de transaction est négligeable. D'ailleurs, la différence de coût est fonction des quantités : seuls les gros opérateurs peuvent obtenir en coulisse des rabais substantiels, tandis que le parquet, marché officiel et républicain, ne peut ni moduler son courtage selon les clients ni refuser d'effectuer une petite transaction.

Surtout enfin, la rivalité effective entre les deux marchés porte presque uniquement sur quelques titres très rentables qui bénéficient de fortes transactions, principalement certaines rentes étrangères (un *modus vivendi* les concernant a cependant fonctionné en 1892). L'étendre sans examen aux titres privés, qui ne représentent qu'une faible partie des deux cotes, serait une erreur. En effet, la caractéristique principale du marché des titres privés est une hétérogénéité, construite par le parquet, dont c'est la principale réussite durant notre période. C'est ce que nous examinons ci-dessous.

II. B. 2. Spécificités des différents marchés des titres privés

On suppose trop souvent que les titres privés cotés en coulisse et au parquet sont les mêmes et ont la même clientèle. L'argument principal en

³⁵ Il faut ajouter que selon divers auteurs, en général défenseurs des agents de change (e.g. Boissière, 1925), les courtages prélevés par les coulissiers sont en général supérieurs à ceux du parquet. Mais la comparaison est difficile en l'absence de détails, car les courtages de la coulisse variaient librement en fonction du client, du coulissier et de l'opération concernée.

faveur de cette homogénéité supposée serait l'importance des transferts de titres de l'un à l'autre. La coulisse serait alors l'antichambre de la cote officielle, une sorte de second marché, identique mais en modèle réduit. La relation entre les deux serait celle du découvreur inspiré d'entreprises nouvelles et de l'acheteur de valeurs sûres³⁶.

Cet argument ne résiste pas à l'examen. Le nombre de sociétés passant d'un marché à l'autre est étonnamment faible. La plupart des sociétés cotées au parquet ne sont pas passées par la coulisse, et la plupart des sociétés cotées à la coulisse ne passeront jamais par la cote officielle. C'est du moins ce qui résulte de l'étude que nous avons réalisée à partir des cotes de la coulisse en 1900 et 1909. En effet, l'équilibre atteint après 1900 semble relativement stable, chacune des cotes admettant des sociétés aux caractéristiques spécifiques et différentes. Ainsi, sur les 94 sociétés présentes à la cote de la coulisse en 1900, seules 11 seront reprises avant 1937 par le parquet. Mais surtout, 3 de ces transferts ont lieu en 1901, achèvement de la vague des années 1890, et 4 entre 1920 et 1924, lors de la vague d'admissions à la cote officielle qui a lieu après la guerre (*cf.* chapitre 2). Sur les 139 sociétés françaises présentes à la coulisse en 1909, seules 18 passeront à la cote officielle avant 1937, dont 6 seulement avant 1914 et presque toutes les autres durant les années 1920. De 1900 à 1914, on peut donc considérer que les deux marchés cotent des "populations" d'entreprises complètement disjointes.

Ceci ne résulte pas d'un dédain de la cote officielle pour les sociétés issues de la coulisse, mais plutôt de leurs caractéristiques spécifiques. Il semble en particulier que les sociétés cotées en coulisse soient plus risquées, comme en témoigne l'importance très grande des disparitions parmi elles (tableau 6.5).

Dans pratiquement tous les secteurs et toutes les périodes, les disparitions sont beaucoup plus élevées en coulisse qu'au parquet. Deux exemples pris parmi les industries nouvelles montrent bien les différences entre les deux cotes : sur les 10 sociétés de cinéma et de photographie cotées en 1909 en coulisse, 3 seront admises à la cote officielle, dont 2 dès 1910 et 1911, tandis que 5 auront disparu en 1922. De même, le conservatisme de la cote officielle dans l'admission des entreprises du secteur automobile reflète une prudence probablement souhaitable (au moins du point de vue des épargnants) : en effet, sur les 8 sociétés cotées en coulisse en 1909, seules 2 existeront encore en 1922, et seront d'ailleurs admises à la cote officielle dans les années suivantes. Il

³⁶ Un symbole trop facile de cette relation pourrait être l'Air Liquide, entreprise de pointe fondée avec un petit capital de cent mille francs en 1902, cotée presque immédiatement en coulisse, mais qui n'est admise à la cote officielle qu'en 1913, année où son capital dépasse dix millions.

semble ainsi que l'on puisse considérer globalement les sociétés présentes en coulisse comme trop petites et trop risquées pour intéresser les épargnants présents à la cote officielle, qui n'accueillent volontiers que les petites entreprises particulièrement solides.

La coulisse n'est pas une réunion d'intermédiaires novateurs soucieux de faciliter le financement des jeunes entreprises prometteuses de la seconde révolution industrielle. Certes, l'examen des spécialisations sectorielles des deux marchés parisiens (tableau 6.6) montre en coulisse une proportion de sociétés industrielles beaucoup plus grande qu'au parquet. Les secteurs modernes comme la mécanique ou le matériel électrique y sont bien représentés davantage qu'au parquet (ce n'est cependant pas le cas de la chimie, au moins avant 1914).

Pourtant, si la coulisse cote peu de sociétés financières, de transports ou d'énergie, c'est davantage en raison de leur taille, qui dépasse ses possibilités et les amène au marché officiel, que par choix. Surtout, en dehors de ces secteurs, la spécialisation de la coulisse ne privilégie pas particulièrement les activités nouvelles : les mines métalliques ne sont pas plus une activité de pointe que les eaux minérales, le textile ou la plupart des autres industries de biens de consommation. C'est pourtant dans ces

Tableau 6.5 : taux de disparition en coulisse et au parquet

	Coulisse			Parquet		
	1901-09	1910-22	1923-29	1901-09	1910-22	1923-29
Assurances	100	0	100	10	0	5
Banques	100	100	0	20	23	9
Soc. fonc. et immob	100	0	50	0	0	17
Canaux	0	0	0	67	0	100
Chemins de fer	0	67	0	4	20	26
Tramways	43	45	57	0	22	20
Docks et ports	0	0	0	0	0	0
Eaux minérales	29	57	0	0	0	0
Distribution d'eau	100	0	0	25	0	0
Distrib. d'électricité	50	50	75	0	5	3
Matériel électrique	100	25	30	0	20	20
Divers électriques	0	0	0	0	0	0
Textile	100	89	50	0	20	33
Gaz	75	100	0	40	12	13
Sidérurgie	0	0	0	20	0	4
Mécanique	75	32	50	7	18	17
Houillères	50	56	17	8	15	0
Mines métalliques	0	29	60	0	50	25
Pétrole	0	0	67	0	0	0
Chimie	50	50	45	0	7	20
Transports terrestres	100	100	50	33	20	14
Transports marit.	100	0	83	20	11	14
Alimentation	57	40	32	31	25	23
Carrières et ciments	75	133	0	13	29	0
Grands magasins	0	100	0	0	0	8
Imprim. et papet.	67	67	50	0	0	15
Divers non méca.	60	46	0	37	16	35
Divers mécaniques	0	75	89	0	17	8
Services	100	80	50	12	8	8
Transports	64	53	58	11	18	20
B. de consommation	57	58	27	20	14	23
B. d'investissement	77	30	46	13	11	13
B. intermédiaires	71	56	46	8	15	15
Énergie	63	57	53	19	10	3
Total	66	53	41	14	12	13

Légende : les taux de disparition des sociétés cotées en coulisse et au parquet sont calculées en pourcentage du nombre de sociétés cotées en début de période. Ce taux est minoré (probablement fortement) dans le cas de la coulisse car le nombre de disparitions est évalué par le nombre de sociétés présentes en début de période et absentes à la fin, le nombre des sociétés apparues et disparues en cours de période étant inconnu. Source : *Annuaire des valeurs inscrites à la cote du syndicat des banquiers*.

secteurs que la coulisse est spécialisée, davantage encore que dans les biens d'investissement ou les biens intermédiaires.

La spécificité de la coulisse n'est donc pas sectorielle ; ne s'y réunissent pas non plus des financiers soucieux du développement de l'industrie

Tableau 6.6 : indicateurs de la spécialisation des cotes de la coulisse et du parquet

	Mesurée sur les stocks				Mesurée sur les flux		
	1900	1909	1922	1929	1901-09	1910-22	1923-29
Assurances	3,28	16,86	23,15		4,06		
Banques	2,60	5,35		7,39	4,06		4,01
Soc. fonc. et immob	1,87		1,20	0,76		0,73	0,79
Canaux							
Chemins de fer	8,43	4,80	6,19	4,03	6,09	2,18	0,86
Tramways	0,62	0,67	0,86	2,18	0,77	0,73	
Docks et ports							
Eaux minérales	0,13	0,23	0,67	0,50	0,68		0,00
Distribution d'eau	1,25						
Distrib. d'électricité	1,72	2,16	1,95	6,65	4,51	2,30	8,02
Matériel électrique	0,62	0,51	0,20	0,34	1,02	0,10	0,63
Divers électriques							
Textile	1,25	0,23	0,40	0,94	0,15	0,29	1,72
Gaz	1,56	6,99					
Sidérurgie							
Mécanique	0,39	0,37	0,37	0,55	0,25	0,61	0,62
Houillères	2,03	0,91	1,53	1,94	1,35	2,18	1,72
Mines métalliques		0,12	0,16	0,50	0,19	0,44	1,29
Pétrole			0,27	0,84		0,24	1,29
Chimie	2,03	1,03	0,91	0,80	0,54	1,00	0,81
Transports terrestres	0,37	1,03	0,70	1,01	0,68	0,54	1,15
Transports marit.	3,12	3,70	0,93	2,35	1,35	0,87	0,86
Alimentation	0,58	0,49	0,27	0,40	0,58	0,22	0,69
Carrières et ciments	0,62	0,96	0,93	0,64	0,00	0,36	0,75
Grands magasins		1,03	4,79	2,64	0,68	5,08	2,86
Imprim. et papet.	0,38	0,75	1,30	1,51	0,00	0,73	1,15
Divers non méca.	0,30	0,33	0,43	0,31	0,59	0,68	0,50
Divers mécaniques		0,31	0,58	2,16	0,34	0,83	2,58
En résumé :							
Services	3,01	6,58	7,65	3,60	3,25	5,95	2,10
Transports	1,45	1,79	1,58	2,45	1,81	0,92	1,15
Biens de consommation	0,38	0,37	0,46	0,50	0,42	0,54	0,78
Biens d'investissement	0,77	0,68	0,53	0,70	0,68	0,68	0,72
Biens intermédiaires	1,16	0,69	0,65	0,75	0,29	0,68	0,83
Énergie	1,83	1,82	2,04	4,00	2,96	2,04	4,29

Légende : indicateur de spécialisation sectorielle relative des deux cotes, en flux et en stock. Si P_{ip} est la part du secteur i dans le total des sociétés cotées au parquet (de même P_{ic} pour la coulisse), l'indicateur de spécialisation relative vaut P_{ip}/P_{ic} . Une valeur de 2 signifie que la proportion des sociétés appartenant au secteur concerné est double à la cote officielle par rapport à la coulisse. Les cases vides correspondent à des valeurs nulles pour la coulisse, pour lesquelles l'indicateur n'est pas défini. Les données sont fournies en annexe 6.1.

française, dussent-ils y perdre de l'argent. C'est un marché de prise de risque, un marché spéculatif pour capitalistes avertis, qui n'ont d'intérêt pour les industries modernes que si leur profitabilité potentielle est élevée. Quand d'autres secteurs s'avèrent profitables (quelles que soient leurs perspectives de long terme), elle n'hésite pas à s'y porter, au détriment au besoin des précédents ; le cas est fréquent, des mines d'or sud-africaines aux booms fonciers ou immobiliers, en France ou ailleurs.

Il faut donc reconnaître l'hétérogénéité du marché financier parisien, et constater l'existence de différences de clientèles et de pratiques plus que d'efficacité ou même de dynamisme entre les deux cotes parisiennes.

Le parquet est un marché sûr pour un public large. Il offre une palette de titres publics et privés sur la qualité desquels il engage sa crédibilité. Son accès difficile mais durable, la possibilité qu'il offre de placer des émissions auprès d'un public épargnant plus large font partie de l'image que souhaite en donner la Compagnie des agents de change. Pour garder ce capital de crédibilité auprès des épargnants, il importe de maintenir cette image de sérieux et d'absence de spéculation, au risque d'être taxé d'appui insuffisant à l'industrie et d'immobilisme³⁷. Tout autosatisfait qu'il soit, le discours qui justifie le monopole (selon lequel les épargnants ont besoin de la protection qu'offre la réalisation des opérations par des officiers ministériels solidaires et interdits de prise de risque personnelle) est justifié, car seule cette protection permet d'éviter la fuite hors du marché d'épargnants accoutumés aux garanties des caisses d'épargne et de la rente.

La coulisse est à l'inverse un marché secondaire efficace ; un marché d'introduction de nouvelles sociétés plus qu'un marché d'augmentations de capital ; un marché spéculatif (au meilleur sens du terme) au public étroit et averti plus qu'un marché de placement large. Elle attire donc les sociétés risquées et ambitieuses, mais aussi les combinaisons douteuses, dans la mesure où elle est le seul marché à accepter de prendre de vrais risques, au danger d'être déconsidéré. Elle n'est probablement pas un lieu de financement régulier à long terme pour les entreprises, car de telles sociétés parviennent plus facilement à placer une part de leur capital chez des capitalistes importants qu'elles ne peuvent ensuite y élargir et stabiliser leur actionnariat. Ceci explique une fragilité d'autant plus difficile à éviter que les intervenants de la

³⁷ C'est d'ailleurs par un accroissement de la crédibilité du marché que s'amorce sa reprise : la loi du 28 mars 1885 renforce la responsabilité des agents de change sur les opérations qu'ils traitent, et le décret de 1890 leur impose le secret professionnel.

coulisse sont des financiers avertis qui exigent en contrepartie de leurs risques une rentabilité élevée.

On pourrait penser que si la coulisse a surtout un rôle de réalisation de plus-values et de spéculation financière, les Bourses provinciales ont peut-être eu en revanche un rôle plus important qu'il ne semble dans cette tâche d'accueil des entreprises moyennes solides et prometteuses, et de financement de l'industrie moderne. Que ce soit à Lyon ou à Lille (les deux cas les plus importants), l'industrie régionale bénéficie en effet de leurs attentions, charbonnages dans le Nord, vieilles houillères de la Loire, métallurgie et chimie à Lyon (tableau 6.7).

Tableau 6.7 : répartition sectorielle de la capitalisation des parquets de Lille et Lyon en 1900

	LYON				LILLE			
	actions		obligations		actions		obligations	
	nb	valeur	nb	valeur	nb	valeur	nb	valeur
Banques et assur.	5	63,60	0	0	6	40,41	0	0
Transports	22	77,21	7	17,26	5	18,41	3	4,17
Gaz et électricité	51	183,64	3	8,33	4	15,62	2	5,58
Mines	11	100,32	2	1,82	28	1487	12	44,19
Métallurgie	12	87,88	2	3,61	18	72,75	8	20,58
Chimie	9	64,23	1	1,00	2	14,06	2	2,78
Immobilier	4	43,77	1	5,53	0	0	0	0
Divers	31	68,05	4	4,36	17	29,06	12	9,53
Total	145	688,7	20	41,92	80	1677,3	39	86,84
Total hors mines	134	588,4			52	190,3		

Légende : sociétés privées françaises exploitant en France. Les valeurs sont les capitalisations boursières, en millions de francs. Les nombres sont les nombres d'émetteurs qui ne sont pas déjà cotés à Paris. Les actions incluent les parts de fondateurs. Quelques houillères mineures étant cotées à la fois à Lille et Lyon, on ne les a comptées qu'à Lille. Source : nos calculs à partir des données individuelles du Congrès international des valeurs mobilières (1900).

Cependant, les montants concernés restent limités (à l'exception des houillères du Nord) ; l'exemple de la Lorraine, où le développement rapide de la sidérurgie et des mines, largement appuyé par les banques régionales, eut lieu sans marché boursier régional montre bien qu'une telle institution n'est pas indispensable si le système bancaire est efficace : la clientèle d'épargnants concernée semble bien rester nettement inférieure en nombre à celle qui est nécessaire au fonctionnement d'un marché réellement liquide. Le marché parisien reste donc le seul assez large pour prétendre drainer des capitaux provenant d'une large population vers le financement à long terme des entreprises.

II. B. 3. Accentuation de la polarisation

Les titres privés les plus sûrs attirés par la cote officielle, cette polarisation s'accroît au début du siècle après la restauration du monopole en 1898. Devant cette réforme qui la prive d'une grande partie de son activité, la coulisse envisage d'abord l'émigration à Bruxelles, puis s'organise pour mieux se défendre, et en particulier pour se débarrasser publiquement des quelques maisons douteuses qui ternissaient son image aux yeux des épargnants ; sont ainsi fondés le syndicat des banquiers en valeurs au comptant et son homonyme à terme³⁸.

Mais contrairement aux vœux affichés de ses réalisateurs, cette réforme ne suffit pas à accroître sa crédibilité aux yeux du grand public, probablement parce que, comme on l'a vu, la loi de 1898 renforce en même temps celle du parquet. Pire, elle transforme la coulisse en une sorte de Compagnie des agents de change-bis, ou plutôt de compagnie de seconde catégorie. Elle adopte en effet une bonne part des défauts du parquet : souplesse limitée par les limitations à l'entrée de nouveaux membres (en particulier par l'impossibilité d'admettre des étrangers)³⁹, par la mise en place d'une procédure d'admission à la cote, et par l'alignement de certaines opérations sur celles du parquet. Elle voit d'autre part se développer à ses côtés un marché libre qui la concurrence comme elle concurrençait auparavant le parquet⁴⁰.

En 1901, les coulissiers doivent accepter un accord qui leur permet de devenir les remisiers des agents de change en échange d'une bonification sur

³⁸ Il s'agit ici de la coulisse des valeurs autres que la rente française. Dès 1892, la coulisse des rentes avait adopté une organisation plus rigide, qui ne l'avait d'ailleurs pas empêchée de jouer son rôle efficacement dans la conversion de 1894. Son utilité est suffisamment reconnue (en particulier du gouvernement) pour qu'un accord soit prévu dès le vote de 1898 pour éviter que son fonctionnement en soit altéré.

³⁹ La constitution de deux syndicats pour le terme et le comptant permet d'avoir à partir de cette date quelques indications sur l'activité de la coulisse et le nombre de ses membres. Pour la période antérieure, un document des archives SAEF évalue ce dernier à 150 en 1893 (dossier B 43.348/2), tandis que des auteurs contemporains parlent de plus de 300 coulissiers (par exemple 360 selon Léon, 1896, p. 197). En 1901, après quelques départs provoqués par la sévérité de la loi de 1898, le terme compte 85 maisons de coulissiers et le comptant 105 (à comparer à un nombre d'agents de change que cette loi fait passer de 60 à 70). Cependant, un nombre important d'étrangers (surtout allemands et autrichiens) ont dû quitter le marché. Une opinion revancharde (ou des concurrents la donnant pour telle) s'appuyait en effet sur leur présence pour mettre en doute la bonne foi des coulissiers (Nakayama, 1982, pp. 44ss).

⁴⁰ L'information sur ce marché libre est malheureusement très limitée du fait de sa liberté même : si des cotes sont publiées, elles sont irrégulières, changeantes et ne représentent pas l'ensemble de l'activité de ce marché, dont on peut penser que, plus encore que la coulisse, il est réservé de fait à des opérateurs importants prenant des positions risquées sur des titres rares en France ou appartenant à de petites sociétés.

les courtages des opérations traitées⁴¹. Ce dernier épisode non seulement symbolise la perte de statut de ceux qui prétendaient évincer les agents de change mais les enferme dans une situation difficilement viable puisqu'il leur est de ce fait interdit de prendre des positions à titre personnel, ce qui leur fait perdre l'essentiel de leur efficacité et de leur caractère distinctif par rapport aux agents de change (Desmaisons, 1927, ch. 2) sans que leur revenu soit davantage assuré⁴².

Symétriquement à cette perte de puissance de la coulisse, et en partie grâce à elle, la réussite du parquet dans les années 1890 tient à ce qu'il parvient à la fois à admettre à sa cote un grand nombre de titres privés et à maintenir son image de marché offrant une sécurité supérieure, condition de la fidélité de sa clientèle traditionnelle.

L'admission soudaine d'un grand nombre de titres d'entreprises industrielles au parquet en quelques années était nécessaire du fait que chacune de ces admissions exerce des externalités sur les autres. En effet, il n'est possible de gérer un portefeuille de titres industriels avec une certaine sécurité que si leur nombre est suffisant. La réussite de cette orientation nouvelle dépendait de la capacité des agents de change à convaincre le public de considérer ces titres comme peu risqués, donc de leur crédibilité acquise antérieurement. La tentative du parquet aurait pu échouer, en particulier vers 1899-1900 quand la quasi-disparition de la coulisse a pu lui faire croire que tout lui était possible. La multiplication des disparitions de sociétés cotées (très nombreuses au début du siècle, surtout pour des années de retour à la prospérité) montre que le risque de perte de crédibilité n'était pas nul, et explique mieux que le renforcement du monopole le ralentissement des admissions. Finalement, la renaissance de la coulisse a permis de maintenir pour le mieux la complémentarité entre les différents marchés.

⁴¹ Conclu à l'initiative de Caillaux alors Ministre des Finances, cet accord inscrit dans le décret du 12 juillet 1901 autorise des bonifications de 40% sur les opérations à terme, de 20% sur les reports et de 10% sur le comptant. Un groupe spécial du parquet est constitué (comportant surtout des valeurs étrangères auparavant dominées par la coulisse) où les coulissiers peuvent traiter directement entre eux (mais sous la surveillance des agents de change).

⁴² Marseilhan (1930, pp. 49-50) rappelle en effet qu'en 1911 encore, un client de coulissier fit à celui-ci pour échapper à ses dettes un procès pour immixtion dans les fonctions d'agent de change et le gagna. Cette situation toujours aussi précaire de la coulisse ne fut réformée que par la loi de finance du 27 février 1912 qui interdit aux particuliers les attaques en justice contre les coulissiers sur ce motif.

Par cette rupture du début des années 1890, le parquet a donc permis au marché financier français de franchir une étape décisive. Tout d'abord, alors qu'il se cantonnait auparavant aux titres publics et semi-publics (y compris quelques sociétés privées de services publics), il est désormais nettement orienté vers les valeurs industrielles. Grâce à ce changement, les sociétés peuvent espérer placer dans la large clientèle du marché officiel des montants d'émissions nettement plus importants qu'en coulisse, au moins si un mouvement de substitution de titres privés aux titres publics s'enclenche. Surtout, la vague de cotation du début des années 1890 semble être à l'origine d'une visibilité plus grande du marché des titres privés qui rompt avec le cercle vicieux reliant absence de liquidité et absence de cotations nouvelles. On a déjà vu comment ce déplacement était visible dans la conquête d'une part importante des transactions par le parquet sur la coulisse. Un examen plus détaillé de l'évolution des transactions et de la clientèle du marché financier permet de confirmer cette rupture et son importance pour le développement du marché des titres privés.

III. L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ ET LA DEMANDE DE TITRES

On vient de voir que l'admission massive de titres privés à la cote du parquet peut être considérée comme une cause essentielle du développement du marché de ces titres à la fin du XIX^e siècle. Cependant, une telle décision ne peut être efficace que si la demande répond, que si les transactions sont suffisamment importantes pour que ces nouveaux titres ne donnent pas à leurs acheteurs la crainte d'immobiliser excessivement leurs avoirs⁴³. Les entreprises ne pourront en effet envisager de réaliser des émissions nouvelles que si la

⁴³ Le fait, signalé par les contemporains, que la Compagnie des agents de change mette la cotation des actions d'une société comme condition de celle de ses obligations suggère qu'elle a dès longtemps pleine conscience de l'importance primordiale de la liquidité pour le développement du marché des titres privés. En effet, surtout en période de crise où les actions n'apparaissent pas comme un placement très tentant, on pourrait imaginer qu'entreprises et épargnants ordinaires soient prêts à se mettre d'accord sur un financement obligataire qui garantisse aux uns la stabilité et aux autres l'indépendance. Or cette convergence de court terme bloquerait probablement le développement du marché à long terme. En effet, les transactions sur les actions en général beaucoup plus importantes (par rapport à la capitalisation existante) que celles sur obligations, car ces dernières sont en général classées très vite de manière définitive dans les portefeuilles de leurs détenteurs. Seules les actions sont donc en mesure d'attirer fréquemment les épargnants sur le marché et de créer ainsi la liquidité qui aura par contrecoup des effets positifs sur le marché des obligations lui-même.

liquidité du marché est suffisante, ce qui, à terme, suppose probablement un élargissement de la clientèle du marché des titres privés.

III. A. Les transactions

Nous avons montré au chapitre précédent que la fréquence de cotation des sociétés privées cotées connaissait une forte croissance entre 1891 et 1913. Cependant, cet indicateur ne nous fournit qu'une approximation assez lointaine des transactions réalisées, et ne nous dit rien sur leur évolution conjoncturelle. Or les transactions sont l'indicateur le plus important à la fois pour connaître l'activité boursière et pour étudier les stratégies des différents acteurs du marché les uns vis-à-vis des autres.

Nous avons donc étudié un autre indicateur : le montant de l'impôt sur les opérations de Bourse, qui présente des défauts symétriques du précédent, de sorte que leur utilisation conjointe devrait permettre de comprendre l'évolution de l'activité du marché.

L'impôt sur les opérations de Bourse touche (au moins en droit) tous les intervenants comme toutes les opérations. Les différences de taux d'imposition entre catégories d'opérations et de titres et les variations de ces taux dans le temps font malheureusement du seul volume de l'impôt total un indicateur très imparfait des transactions. Surtout, cet indicateur ne distingue pas les valeurs privées des autres, de sorte qu'il ne peut nous renseigner que très indirectement sur le développement du marché pour cette catégorie de titres. Nous avons cherché à compléter cette information grâce aux archives de la Société des Bourses françaises ou du Ministère des finances, mais celles-ci n'offrent que quelques indications éparses. En s'appuyant sur une synthèse de ces informations et sur certaines hypothèses, on aboutit cependant à un certain nombre de conclusions (on peut trouver le détail des calculs en annexe 6.2).

Le détail des transactions, disponible seulement pour 1906 (tableau 6.8) montre la place très importante des valeurs étrangères et des opérations à terme dans les montants échangés.

**Tableau 6.8 : répartition entre catégories de titres
des transactions en 1906 et estimation des taux de roulement**

	impôt		transactions	
	taux	montant	1	2
Rentes françaises				
- comptant	0,0125	64,69	2588	2588
- terme	0,0125	74,27	2971	2971
- reports	0,00625	26,76	2140	2140
- autres		6,17	493	247
Autres valeurs françaises				
- comptant	0,05	832,23	8322	8322
- terme	0,05	753,53	7535	7535
- reports	0,025	544,96	10899	10899
- autres		89,56	1791	896
Rentes étrangères				
- comptant	0,05	682,91	6829	6829
- terme	0,05	909,58	9096	9096
- reports	0,025	617,04	12341	12341
- autres		102,10	2042	1021
Autres valeurs étrangères				
- comptant	0,05	264,30	2643	2643
- terme	0,05	1608,86	16089	16089
- reports	0,025	716,35	14327	14327
- autres		623,48	12470	6235

	impôt montant	transactions		capital nomin.	roulement	
		1	2		1	2
Rente française	2%	7%	8%	25851	32%	31%
Autres valeurs françaises	28%	25%	27%	33996	84%	81%
Rentes étrangères	29%	27%	28%	53348	57%	55%
Autres valeurs étrangères	41%	40%	38%	20247	225%	194%
Total	7917	112576	104178	133442	84%	78%

Légende : l'impôt payé est en milliers de francs, les transactions en millions, les taux en pour mille. Pour calculer le montant des transactions, deux hypothèses ont été faites : 1 suppose que "autres" payent l'impôt au tarif des reports, 2 celui du comptant. La deuxième partie du tableau indique la répartition de l'impôt et des transactions entre les catégories de titres, et estime leurs taux de roulement (transactions rapportées à la capitalisation, en pourcentage par an). Les capitalisations nominales au 31 décembre 1906 fournies sont tirées de François-Marsal (1928-31, p. 322)

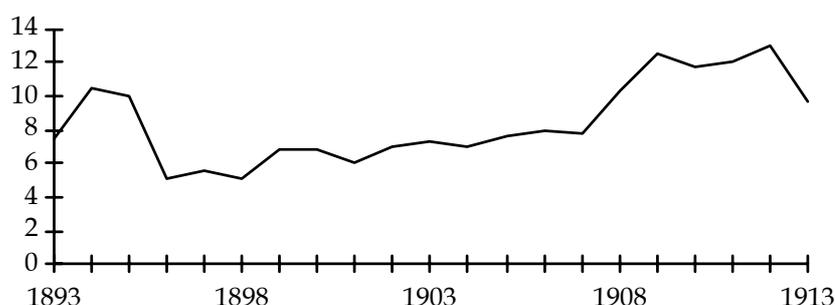
Il est plus délicat d'estimer les transactions sur les titres privés, qui sont confondus avec l'ensemble des autres titres français, obligations ou actions des chemins de fer ou du Crédit foncier qui représentent l'essentiel de la capitalisation boursière. Un calcul simple⁴⁴ leur attribue des transactions

⁴⁴ Les "autres valeurs françaises" incluent 25,8 milliards environ de valeurs quasi-publiques (Crédit foncier, villes, administrations coloniales, chemins de fer). Si on leur suppose le même roulement qu'à la rente, on trouve pour les 8,17 milliards de titres privés (valeur nominale fournie par François-Marsal) un montant de 20,4 milliards de transactions, soit un taux de roulement de 2,49. Même si on attribue aux titres privés l'ensemble de la différence entre valeurs nominale et réelle (ce qui est contestable dans une période de taux bas, où les

comprises entre 13 et 20,4 milliards en 1906, et un taux de roulement élevé, compris entre 1,57 et 2,49.

Le montant total des transactions sur le marché parisien a fluctué autour d'une pente ascendante entre la création de l'impôt et 1913 (graphique 6.5).

Graphique 6.5 : impôt sur les opérations de Bourse, 1893-1913



Légende : montant en millions de francs ; le montant pour 1893, où l'impôt n'a été prélevé que sur 7 mois, a été annualisé proportionnellement.

Le niveau particulièrement élevé de l'impôt payé en 1894 et 1895 s'explique largement par la conversion de la rente 4,5% (en 1894) et par le développement très rapide des transactions en coulisse pendant la hausse des mines d'or sud-africaines. Le krach des mines d'or (invasion du Transvaal : 1^{er} janvier 1896) est donc certainement responsable de la baisse des transactions qui suit. Cependant, un examen détaillé de cette baisse montre que, quelles que soient les autres valeurs qui en ont pâti à court terme, la chute de l'impôt versé ne peut s'expliquer que par la présence d'une part importante de rente française parmi les transactions. Quelles que soient les hypothèses faites, la diminution du taux d'imposition de la rente en 1895 contribue de manière non négligeable à celle de l'impôt perçu. Comme la rente française ne représente plus en 1906 que 7 ou 8% des transactions (*cf.* tableau 6.8), on doit penser que d'autres titres se sont substituées à elles dans les transactions.

Il faut probablement attribuer cette évolution au développement d'institutions de prévoyance sociale (F. Ewald, 1986) et de la Caisse des dépôts, qui immobilisent la rente qu'elles détiennent, ainsi qu'au classement des titres de rente dans les portefeuilles privés en l'absence de nouvelles émissions⁴⁵. De nouveaux titres prennent la place de la rente dans les transactions, rentes

obligations atteignent des cours élevés), on trouve environ 13 milliards de transactions, soit un taux de roulement de 1,57 pour la moyenne des titres privés, actions et obligations.

⁴⁵ À part la conversion de 1902 et une petite émission en 1901 pour financer l'expédition de Chine (265 millions en capital, ou moins de 8 millions de rente), le marché de la rente ne connaît pas d'activité jusqu'à 1914.

étrangères très actives, mais aussi probablement titres privés. En effet, ces derniers sont les seuls parmi les titres français à connaître des émissions importantes (on a vu que les émissions semi-publiques ont beaucoup diminué), de sorte qu'il est très probable que les transactions les concernant augmentent sensiblement davantage que la moyenne.

Le fait que simultanément, la coulisse voit sa part dans les transactions baisser fortement au profit du parquet va dans le même sens, puisque la domination de celle-ci est surtout forte sur les titres étrangers et sur la rente. Les bénéficiaires ne peuvent en être encore une fois que les entreprises françaises, qui proposent d'autres catégories de titres aux épargnants comme aux intermédiaires.

En considérant à la fois ces arguments et l'augmentation de la liquidité des actions telle que nous l'avons mesurée au chapitre 5, on peut considérer que les titres privés n'ont plus le rôle marginal qui était habituellement le leur dans l'activité boursière en dehors de rares périodes de spéculation intense. Les professionnels leur accordent désormais une part importante de leurs opérations, comme en témoigne leur multiplication au marché à terme. Peut-on pour autant considérer qu'ils ne sont plus réservés à un petit nombre de professionnels et de gros porteurs et parler d'une entrée partielle de titres privés dans les portefeuilles de nombre d'épargnants ? C'est ce que nous examinons maintenant.

III. B. La diffusion de l'usage des titres privés

L'augmentation de la capitalisation boursière des sociétés privées, de leur nombre aux différentes cotes et des transactions sur leurs titres ne sont des signes d'un développement durable du marché que parce que l'usage de ces titres s'est généralisé et leur a acquis une légitimité sociale qui leur était encore fortement contestée seulement vingt ans auparavant. Le XIX^e siècle a connu en effet un grand nombre de fièvres spéculatives qui ont amené pendant quelques mois, voire quelques années un grand nombre de gens à s'intéresser à la Bourse. En témoignent par exemple les fortes fluctuations du nombre de journaux financiers, en harmonie avec les cours des actions⁴⁶.

Quelques indications laissent penser que les titres privés ne s'enracinent pas dans une population dépassant la grande bourgeoisie ; à Lyon en 1882, les trente agents de change de la place n'ont que 8340 clients, et un sondage sur

⁴⁶ Ainsi, leur nombre atteint 228 en 1881, mais s'écroule après le krach.

1780 d'entre eux montre que le montant moyen détenu atteint 68.565 francs par compte. De même, si la Société générale passe 207.900 ordres en Bourse en 1882 (en quasi triplement depuis 1872), leur montant moyen reste également élevé (3740 francs), ce qui laisse penser que l'augmentation des transactions est plus l'effet de la rotation accélérée des capitaux d'un petit nombre d'opérateurs que d'une diffusion accrue des titres (M. Lévy-Leboyer, 1976). En revanche, plusieurs arguments peuvent être évoqués en faveur de la multiplication durable du nombre des détenteurs de titres privés après 1890, et un certain nombre d'explications peuvent être données d'une diffusion plus grande de ces titres.

III. B. 1 Augmentation du nombre des épargnants intéressés

L'épargne en titres est extrêmement répandue dans la France dès avant notre période. Sous le Second Empire, le nombre de 600.000 souscripteurs est dépassé pour certaines émissions de rentes, et on peut penser que le caractère d'urgence patriotique des emprunts de libération du territoire a encore accentué leur diffusion⁴⁷. On compterait en 1911 selon Neymarck (1911, 1919) près de 2 millions de porteurs directs de rentes (contre 11,7 millions de porteurs indirects *via* leurs livrets de caisse d'épargne) et 0,7 million de porteurs d'obligations ferroviaires (auxquelles la garantie de l'État donne un statut proche de la rente, comme aux titres du Crédit foncier, voire aux actions des grandes compagnies ferroviaires qui bénéficient d'une garantie de dividende)⁴⁸.

⁴⁷ La souscription à l'emprunt de 3 milliards lancé le 28 juillet 1872 est close le 29 après 934.276 souscriptions différentes (*Annuaire de la cote officielle*, partie introductive sur les rentes françaises). Même si des souscriptions multiples ont pu exister, le nombre reste significatif car il ne compte pas les placements réalisés par les banques après la souscription.

⁴⁸ Neymarck s'appuie sur le nombre de certificats nominatifs existant pour chaque catégorie de titres. Naturellement, on ne peut pas additionner simplement ces nombres pour obtenir le nombre d'épargnants, car les mêmes personnes peuvent détenir des titres de différentes catégories, ce qui crée une incertitude non négligeable. En revanche, Neymarck montre que plusieurs certificats du même titre ne peuvent pas être au même nom, car cela serait défavorable aux intérêts du porteur (pour des raisons de coûts de transaction) ; il cite d'ailleurs une étude réalisée sur un échantillon de porteurs nominatifs, qui a montré la rareté et la courte durée de cette pratique (qui semble en fait n'être que le résultat provisoire d'héritages ou d'autres transmissions). À titre d'exemple, les obligations 3% des chemins de fer du P.L.M. sont fin 1917 au nombre de 5,65 millions dont 3,59 de nominatives, inscrites sur 130.308 certificats. Par ailleurs, il convient de noter que selon Neymarck les titres au porteur sont certainement nettement plus dispersés que les nominatifs, de sorte que ses chiffres ne donneraient qu'une estimation basse de la population d'épargnants. On peut en effet penser que la simple inscription au nominatif est par rapport au titre au porteur aussi difficile à accepter pour les mentalités que l'est à la même époque le compte en banque par rapport au billet.

Des indications peuvent être fournies pour la diffusion de quelques autres titres : 32.400 actionnaires de la Banque de France en 1910 et 42.000 pour le Crédit foncier (Neymarck, 1911b). Il est probable qu'un chiffre de 2,5 millions de porteurs de titres constitue un maximum, peu de portefeuilles étant constitués sans une base solide de rentes ou d'obligations de chemins de fer. S'il est difficile d'atteindre un nombre de porteurs sûr en raison de la méthode employée, la forte croissance de ce nombre semble assurée⁴⁹.

La répartition de l'épargne mobilière entre les différentes catégories sociales est mal connue, et la diffusion des titres privés, qui ne représentent qu'une petite part de la fortune mobilière, l'est plus mal encore. La référence majeure en la matière est le travail d'A. Daumard (1973) sur les successions. Cependant, outre que les titres au porteur (l'immense majorité pour les titres de sociétés privées, surtout industrielles) échappent sans doute souvent à l'inventaire successoral du fait de la fraude fiscale, les patrimoines des décédés peuvent différer de ceux de la moyenne des porteurs, et en particulier présenter un retard par rapport aux comportements de la génération plus jeune en phase d'épargne active. Ces deux inconvénients minorent probablement la place des titres privés dans les patrimoines de la petite et moyenne bourgeoisie, venue plus tard à l'achat de titres privés et plus rarement susceptible de détenir des portefeuilles trop importants pour être dissimulés.

Les études de successions permettent cependant plusieurs conclusions intéressantes. Tout d'abord, si l'épargne ne concerne qu'une petite partie de la population⁵⁰, les valeurs mobilières apparaissent comme très diffusées, même dans les milieux modestes, dès lors qu'il y a une succession (près de 45% des successions modestes à Paris et à Lyon en 1911 en comprennent).

Surtout, les actions elles-mêmes sont étonnamment répandues à la veille de 1914. Ainsi, parmi les successions parisiennes de 1911, la part des actions est loin d'être négligeable même dans bien des patrimoines modestes : 8% chez les domestiques par exemple, 12% chez les employés, 17,4% chez les cadres moyens, soit davantage que chez les professions libérales ou les propriétaires, pourtant beaucoup plus riches (Daumard, 1973, pp. 234s). Ces taux sont considérables quand on les compare à la faible part que les actions représentent encore dans la capitalisation boursière. En outre, dès que les fortunes augmentent un peu, la diversification est de rigueur, plus encore chez les petits

⁴⁹ Selon Neymarck (1919, p. 119), le nombre total de certificats nominatifs d'actions de capital des grandes compagnies de chemins de fer passe de 26.358 en 1860 à 93.103 en 1890 et 137.466 en 1917, le nombre moyen d'actions par certificat baissant à l'inverse de 28,3 à 14,8 puis 5,35.

⁵⁰ Environ 70% des décès en 1911 encore ne donnent pas lieu à déclaration de succession.

épargnants que chez les gros porteurs (qui sont plus susceptibles de bénéficier d'informations privilégiées).

Les métiers liés aux affaires n'ont nullement le monopole des achats d'actions⁵¹. L'arbitrage semble pratiqué, mais la stabilité des portefeuilles est fréquente car non seulement les grandes fortunes comprennent souvent de gros paquets immuables d'un même titre (ce qui s'explique souvent par un rôle dirigeant dans la société concernée), mais nombre de successions comprennent encore les titres figurant dans le contrat de mariage (*ibid.* p. 255).

D'autres indices confirment l'importance acquise peu à peu par les titres privés. Ainsi, la multiplication des statistiques d'émissions (*cf.* chapitre 1), la loi de 1907 destinée à protéger les petits porteurs, puis l'établissement rétrospectif par la SGF en 1919 d'un recensement systématique des émissions privées sont autant de signes de la généralisation de l'usage des titres privés.

Au total, tout semble indiquer une diffusion large de ces titres, fondée sur le principe du placement à long terme d'autant moins modifié que nombre de porteurs sont peu compétents⁵². Au sein de portefeuilles à dominante de titres publics, les titres privés sont peu à peu introduits et représentent une part non négligeable des patrimoines même dans la petite bourgeoisie en 1914. Seule la présence de ces épargnants aux côtés des grands capitalistes permet le développement d'un marché régulier sur les titres privés et rassure les entrepreneurs soucieux de garder leur indépendance tout en obtenant du marché les moyens de financement qui leur sont nécessaires.

⁵¹ S'il semble exister un lien entre la profession et le type de valeurs détenues, il est loin d'être exclusif : ainsi A. Daumard dit-elle des hauts fonctionnaires parisiens que "cette forme de placement pouvait impliquer une gestion active du portefeuille et un arbitrage entre les valeurs, mais, vraisemblablement, n'entraînait pas, même pour les plus gros porteurs, une participation dirigeante à l'activité économique et financière" (p. 250)

⁵² D'autres indications précieuses sur la détention des valeurs mobilières par les particuliers sont fournies par Théry (1900, p. 41), reprenant un travail de Des Essars, chef du service économique de la Banque de France, sur les déposants de titres à la Banque en 1897. Outre la confirmation des conclusions précédentes, on y remarque que les plus petits portefeuilles comptent une très forte proportion de valeurs à lots (64% des 85 portefeuilles inférieurs à 2000 francs), ce qui tend à infirmer l'idée fréquemment reçue que les petits épargnants seraient plus prudents que les autres.

III. B. 2. Quelques explications

Un des préalables nécessaires à l'acceptation des titres privés par les épargnants est la disparition des stigmates qui frappaient les sociétés autres que personnelles au XIX^e siècle⁵³. Au début de notre période, la société anonyme a pour l'essentiel perdu l'étiquette de spéculative et de dangereuse pour l'épargnant dont ses opposants l'avaient toujours affublée. Sa diffusion (souvent par transformation de sociétés de personnes) s'accélère fortement, en particulier après 1895 (Ph. Jobert, 1991)⁵⁴. Les réticences ne cessent d'ailleurs pas entièrement, mais alors que jusqu'au début de 1900, la plupart des auteurs de livres de conseil en placement pour le grand public lui déconseillent encore fortement l'achat de titres privés (Leroy-Beaulieu, 1906), après la Grande guerre ils ne se méfient plus vraiment que des sociétés non cotées (Gauthier-Nugue, 1934) : c'est dire que l'on reconnaît à sa valeur la capacité que présente la liquidité (fournie par la cotation) de sauvegarder les intérêts des actionnaires non dirigeants⁵⁵, y compris en l'absence de dirigeants responsables sur leur fortune personnelle.

Une fois ces méfiances dissipées, les raisons principales de diffusion des titres privés sont fondamentalement celles qui ont dirigé durant tout le siècle l'épargne vers les rentes et les titres quasi-publics : la lenteur du développement des assurances vie, des assurances sociales et des pensions de retraite, l'augmentation des revenus et de l'espérance de vie sont parmi les

⁵³ Les sociétés en commandite par actions avaient commencé à introduire la responsabilité limitée (en particulier dans des sociétés anonymes déguisées où le commandité était un prête-nom), mais derrière la respectabilité d'une responsabilité personnelle maintenue au moins en droit. La formation libre des sociétés anonymes a été autorisée en deux étapes (1863 et 1867). Dans un premier temps, cette forme continue de ne s'implanter que parmi les très grandes sociétés et dans les secteurs (transports et banques) où elle l'est depuis longtemps malgré la sévérité du Conseil d'État.

⁵⁴ Insignifiant avant 1867, le nombre moyen de créations n'est encore que de 253 par an dans les années 1870, mais atteint 543 dans les années 1890, 841 dans les années 1900, et 1246 entre 1910 et 1913. Le grand nombre de créations dans les périodes de forte spéculation comme 1880-82 (837 créations par an en moyenne) confirme pendant longtemps les épargnants dans leurs craintes envers cette forme sociale. L'adoption croissante du statut de société anonyme est le signe d'un besoin accru de ses avantages en terme de division des risques pour les entrepreneurs et d'amélioration du financement par recours au marché. La multiplication de ces sociétés résulte donc autant de l'accroissement de la taille des entreprises, de l'augmentation de leurs besoins financiers et de la perception de l'existence d'un marché financier en cours d'ouverture que de la libéralisation de leur statut.

⁵⁵ La généralisation de la société anonyme autour de la Grande guerre entraîne naturellement à se méfier de celles qui ne fournissent pas cette sauvegarde, alors qu'elles étaient trop peu nombreuses et trop éloignées de l'idéal de sécurité de l'épargnant pour que l'on ait même dû le prévenir contre elles avant 1914.

principales, sans compter les efforts persévérants de l'État pour diffuser la détention de la rente et la baisse du rendement des placements immobiliers dans la seconde moitié du siècle.

Mais l'épargne a également des raisons spécifiques de se tourner vers les titres privés, et ce malgré la longue habitude des titres publics que nous avons soulignée, aggravée par la domination du billet de la Banque de France et du dépôt en caisse d'épargne sur le compte en banque (privée) dans la monétarisation du pays. Le plafonnement par la loi de juillet 1895 des dépôts dans les caisses d'épargne a probablement poussé l'épargne vers les banques et le marché financier. Surtout, la baisse continue dans la deuxième moitié du siècle, du rendement des titres publics et quasi publics, amène les épargnants à accepter des risques plus importants. Cette baisse est largement commentée durant toutes les années 1890, à la fois comme une loi économique irrésistible (la baisse à long terme de la productivité marginale du capital, provoquant l'approche de l'état stationnaire des théoriciens classiques), et comme un phénomène social fondamental (inaugurant la disparition du rentier). La légère remontée des années 1900 ne suffit pas à dissiper l'opinion ainsi acquise. Les obligations étrangères servant un intérêt sensiblement plus important en sont les bénéficiaires comme les valeurs industrielles.

Cet effet est renforcé par le fait que le bas niveau des rendements ne s'accompagne plus des espoirs de gains en capital qui avaient fait accepter la baisse des taux obligataires depuis 1870. Un effet de trappe à liquidité semble s'exercer autour de 3% qui empêche une baisse substantielle supplémentaire.

On a noté au chapitre 5 que le rendement des actions est alors supérieur à celui des obligations (au moins hors des périodes de hausse rapide des cours des actions comme 1898-99 ou 1912-13), prime de risque qui a certainement contribué à attirer vers ce nouveau placement les épargnants habitués aux obligations. Cette prime de risque diminue peu à peu avec la prise de conscience de la montée des dividendes et des cours qui a lieu dans les années précédant la guerre. Ces mouvements amples marquent bien la diffusion stables des titres privés dans une population importante, à la recherche d'un rendement stable et relativement élevé plus que de gains en capital⁵⁶.

⁵⁶ Il faut noter qu'il n'existe pas à l'époque d'indices des cours des actions, de sorte que la tenue de la Bourse est mesurée par les cours de quelques valeurs phares, qui restent à notre époque des valeurs ferroviaires ou bancaires, mais rarement industrielles (les transactions sont beaucoup plus faibles en général sur ces valeurs que sur les précédentes).

Conclusion

La croissance des émissions des sociétés françaises dépend logiquement et chronologiquement du développement d'un marché suffisamment liquide et d'une population d'acheteurs assez nombreuse pour les titres privés. Les émissions ne peuvent en effet prendre de l'importance que quand le nombre de sociétés cotées a augmenté, que la liquidité de leurs titres s'est accrue, et que les épargnants intéressés sont devenus assez nombreux.

Nous avons montré ci-dessus que ces conditions sont progressivement réunies durant notre période. Longtemps avant, la diffusion de la dette publique avait permis la mise en place des institutions, la multiplication des intermédiaires, la constitution des pratiques et des savoir-faire et la formation des épargnants, toutes conditions nécessaires au développement d'un marché pour les titres privés. Ces conditions n'étaient en rien suffisantes, car nombre d'acteurs de ce marché étaient trop exclusivement adaptés (les banques de dépôts) ou habitués (les épargnants) aux titres publics pour adopter aisément une autre orientation.

Le recul des émissions publiques a probablement facilité la croissance des émissions privées, mais cette condition ne semble pas essentielle. En effet, les émissions étrangères, qui satisfaisaient davantage les acteurs du marché, s'y sont substituées plus rapidement et dans des volumes plus importants, sans pourtant empêcher la montée progressive des émissions des entreprises.

L'examen des cotations sur les différents marchés a montré l'origine partiellement institutionnelle du développement du marché des titres privés, en soulignant le contraste entre une décennie 1890 dominée par l'élargissement, en pleine récession, de la cote d'un parquet ordinairement jugé trop timoré, et une décennie 1900 où il retrouve plus de prudence alors même que la croissance économique est de retour. Même si cette dernière aurait certainement provoqué une hausse des émissions, l'initiative contracyclique des agents de change a probablement permis de sortir du cercle vicieux reliant absence de liquidité et absence de cotation pour entrer dans le cercle vertueux inverse. Une fois le seuil minimal de cotations dépassé, et le public orienté vers des titres lui fournissant un rendement élevé sans que les risques parussent trop élevés, le développement dépendait moins des agents de change que du désir des entreprises de trouver des financements, et de l'intérêt des banques pour l'organisation de leurs émissions.

Ce chapitre a montré que les caractéristiques institutionnelles du marché parisien avaient à la fois fortement pesé initialement sur le développement du marché des titres privés (à la fois du fait des pratiques des banques ou des intermédiaires et des habitudes des épargnants), et eu un rôle non négligeable dans le déblocage de sa situation et dans son démarrage dans les deux décennies précédant 1914. Nous examinerons dans le chapitre 7 s'il en a été de même dans l'entre-deux-guerres.

Annexe 6.1 : Spécialisations sectorielles comparées de la coulisse et du parquet

Tableau A.6.1.1 : comparaison des sociétés cotées en coulisse et au parquet (en stocks)

secteur	Cote officielle				Coulisse			
	1900	1909	1922	1929	1900	1909	1922	1929
Assurances	42	41	58	64	4	1	1	0
Banques	25	26	33	44	3	2	0	3
Soc. fonc. et immob	6	8	12	21	1	0	4	14
Canaux	3	1	1	0	0	0	0	0
Chemins de fer	27	35	31	24	1	3	2	3
Tramways	14	18	15	13	7	11	7	3
Docks et ports	5	6	7	7	0	0	0	0
Eaux minérales	3	4	5	5	7	7	3	5
Distribution d'eau	4	3	3	3	1	0	0	0
Distrib. d'électricité	11	21	39	66	2	4	8	5
Matériel électrique	2	5	5	15	1	4	10	22
Divers électriques	3	3	7	7	0	0	0	0
Textile	4	5	6	30	1	9	6	16
Gaz	20	17	16	14	4	1	0	0
Sidérurgie	15	16	24	27	0	0	0	0
Mécanique	15	17	35	45	12	19	38	41
Houillères	13	20	23	27	2	9	6	7
Mines métalliques	1	2	4	6	0	7	10	6
Pétrole	0	1	2	5	0	0	3	3
Chimie	13	15	25	35	2	6	11	22
Transports terrestres	6	5	7	10	5	2	4	5
Transports marit.	10	9	14	14	1	1	6	3
Alimentation	13	12	13	42	7	10	19	53
Carrières et ciments	8	7	7	14	4	3	3	11
Grands magasins	4	5	12	21	0	2	1	4
Imprim. et papet.	11	11	13	15	9	6	4	5
Divers non méca.	19	19	31	59	20	24	29	96
Divers mécaniques	4	6	13	30	0	8	9	7
En résumé :								
Services	77	80	115	150	8	5	6	21
Transports	65	74	75	68	14	17	19	14
Biens de consommation	54	57	81	181	44	64	70	182
Biens d'investissement	32	38	64	87	13	23	48	63
Biens intermédiaires	26	27	39	58	7	16	24	39
Énergie	47	62	87	119	8	14	17	15
Total	301	338	461	663	94	139	184	334

Légende : la coulisse inclut seulement les sociétés non cotées à la cote officielle (et n'inclut pas les parts de fondateurs seules). Source : *Annuaire des valeurs inscrites à la cote du syndicat des banquiers.*

**Tableau A.6.1.2 : comparaison des inscriptions de sociétés
aux cotes de la coulisse et du parquet (en flux)**

	Cote officielle			Coulisse		
	1901-09	1910-22	1923-29	1901-09	1910-22	1923-29
Assurances	3	17	9	1	0	0
Banques	6	13	14	2	0	3
Soc. fonc. et immob	2	4	11	0	4	12
Canaux	0	0	0	0	0	0
Chemins de fer	9	3	1	2	1	1
Tramways	4	1	1	7	1	0
Docks et ports	1	1	0	0	0	
Eaux minérales	1	1	0	2	0	2
Distribution d'eau	0	0	0	0	0	0
Distrib. d'électricité	10	19	28	3	6	3
Matériel électrique	3	1	11	4	7	15
Divers électriques	0	4	0	0	0	0
Textile	1	2	26	9	5	13
Gaz	5	1	0	0	0	0
Sidérurgie	4	8	4	0		
Mécanique	3	21	16	16	25	22
Houillères	8	6	4	8	2	2
Mines métalliques	1	3	3	7	5	2
Pétrole	1	1	3	0	3	2
Chimie	2	11	15	5	8	16
Transports terrestres	1	3	4	2	4	3
Transports marit.	1	6	2	1	5	2
Alimentation	3	4	32	7	13	40
Carrières et ciments	0	2	7	2	4	8
Grands magasins	1	7	10	2	1	3
Imprim. et papet.	0	2	4	3	2	3
Divers non méca.	7	15	39	16	16	67
Divers mécaniques	2	8	18	8	7	6
En résumé :						
Services	12	41	44	5	5	18
Transports	16	14	8	12	11	6
Biens de consommation	14	32	119	45	43	131
Biens d'investissement	10	30	31	20	32	37
Biens intermédiaires	3	16	25	14	17	26
Énergie	24	31	35	11	11	7
Total	79	164	262	107	119	225

Légende : les flux sont les totaux des sociétés admises à la cote dans le cas du parquet, mais seulement le nombre de sociétés cotées en fin de période absentes en début de période dans le cas de la coulisse, dont les admissions se trouvent de ce fait minorées.
Source : *Annuaire des valeurs inscrites à la cote du syndicat des banquiers.*

Annexe 6.2 : les transactions sur le marché financier français

On cherche ci-dessous à mesurer l'évolution des transactions à partir des montants collectés par l'impôt sur les opérations de Bourse, des taux de cet impôt, et des quelques indications éparses sur les montants échangés que l'on peut trouver dans les archives de la SBF ou de la Ministère des finances (SAEF).

Avant 1914

Avant la première guerre mondiale, le montant de l'impôt recueilli augmente régulièrement, ce qui suggère une croissance stable des transactions. Après une forte baisse entre 1895 et 1896, la tendance est à une augmentation assez régulière puisque le montant passe de 5 millions en 1896 à 13 en 1912, bien au delà de ce qu'explique la variation des taux d'imposition.

Le maximum de 1894-5, en pleine baisse des cours des actions (1895 est un minimum) et dans une période de stabilité des cours des obligations (à un rendement de 3,5% de 1890 à 1895 avant la dernière baisse qui s'achèvera en 1899), est surprenant. Son ampleur est beaucoup plus importante que les hausses d'années de prospérité comme 1900, 1907 ou 1912. La seule hausse relativement comparable, en 1908, est nettement corrélée à une hausse du taux d'imposition des opérations au comptant hors rente française. En effet, en 1906, la part des opérations au comptant hors rentes françaises était de 25% de l'impôt payé ; un calcul simple montre que si cette part est maintenue, l'essentiel de la variation du montant versé en 1908 par rapport à 1907 (34%, mais seulement 31% à Paris) résulte de cette augmentation de taux (en effet, $75\% \cdot 1 + 25\% \cdot 2 = 1,25$). Seule la forte hausse de l'impôt collecté en province (72%) résulte donc peut-être d'une véritable hausse des transactions.

Certes, la conversion des rentes 4,5% en 3,5% qui a lieu en janvier 1894 peut expliquer une bonne part du surcroît de transactions en 1894 : le montant converti est de 305.477.584 francs de rentes 4,5%, soit 67,88 milliards de capital nominal, de sorte qu'une faible modification du classement de ces rentes suffirait à augmenter fortement les transactions. Or il est généralement admis à l'époque que ces changements sont substantiels, puisque le rôle de soutien spéculatif des rentes tenu par la coulisse est considéré comme nécessaire à la réussite de ce type d'opération. Cependant, si l'augmentation des transactions en 1894 (et fin 1893) peut s'expliquer en partie ainsi, ce n'est plus le cas en 1895.

On est donc tenté d'attribuer également la baisse de 1895-96 à celle de l'impôt sur les opérations de Bourse par la loi du 28 décembre 1895 (en ce sens, *cf.* H. Nakayama, 1982, p. 51). Cependant, la baisse de taux de 75% qui a lieu alors ne touche que la rente française ; dès lors, pour expliquer une baisse du montant de l'impôt d'environ 50% de 1895 à 1896, il faudrait que la part de la rente dans les transactions soit de l'ordre de la moitié, ce qui semble considérable. D'autres explications sont donc nécessaires.

Le krach des mines d'or sud-africaines, qui a également lieu au tout début de 1896⁵⁷ a provoqué une baisse des transactions qui doit s'ajouter à la baisse des taux d'imposition pour expliquer la baisse de l'impôt payé. Cependant, le krach des mines d'or ne touche que la coulisse (une seule mine d'or est cotée au parquet à cette date), et malgré leur importance (en 1900, elles représentent 2,8 milliards sur les 9,9 cotés en coulisse, et on peut penser que la proportion était similaire en 1896), celles-ci ne représentent certainement pas les 2/3 des transactions de la coulisse (c'est l'ampleur de la baisse de l'impôt payé par la coulisse). Or rien ne permet de penser que les transactions aient baissé sur les autres valeurs (un début de reprise des cours des actions a lieu en 1896 et surtout 1897, et les taux d'intérêt sont en baisse).

⁵⁷ Sur ces sujets, voir le récit (engagé) de E. Vidal et A. Oudin (1900, pp. 21-25).

Si on suppose : a) que les transactions sur mines d'or représentent la moitié des transactions de la coulisse, et qu'elles disparaissent (pour simplifier), b) que la répartition de l'activité entre rentes et autres valeurs est identique à la coulisse et au parquet (donc que la baisse de l'ensemble des transactions sur autres valeurs est proportionnelle à celle de la part de la coulisse dans le total de l'impôt, soit 77,8% en 1895), c) que les transactions sur la rente ne changent pas d'une année sur l'autre, d) que la part des reports dans les opérations (sur rentes comme sur autres valeurs) reste constante (la baisse de l'impôt est la même sur les opérations sur rente au comptant, à terme et en report, même si le taux d'imposition des reports est plus faible) et égale à leur part en 1906⁵⁸, on peut écrire :

$$\begin{aligned} \text{pour 1895 : } t \cdot R + t' \cdot V &= I_{1895} = 10,082 \\ \text{et pour 1896 : } t/4 \cdot R + t' \cdot V \cdot (0,5 / 0,778) &= I_{1896} = 5,064 \end{aligned}$$

avec t le taux moyen sur la rente, t' sur les autres valeurs, R les transactions sur la rente et V sur les autres valeurs, et I l'impôt payé (en millions de francs).

$$t = 2 \cdot 0,005 \cdot 72\% + 0,0025 \cdot 28\% = 0,0086\% \text{ pour les rentes,}$$

$t' = 2 \cdot 0,005 \cdot 58\% + 0,0025 \cdot 42\% = 0,00790\%$ pour les autres valeurs⁵⁹ (la multiplication par deux vient de ce que l'impôt est payé sur chaque transaction à la fois par l'acheteur et par le vendeur).

Ce qui donne $V = 82$ milliards et $R = 42$ milliards;

Ce résultat donne d'une part un volume total très important par rapport à 1906 (où les transactions ne semblent pas dépasser 110 milliards) ; surtout, cette estimation donne encore une part trop élevée à la rente (qui ne représente qu'environ 8 milliards de transactions en 1906, soit à peine 8% du total).

Une solution pour diminuer la part des rentes dans les transactions est de supposer que les transactions réagissent aux variations du taux de l'impôt en se déplaçant vers les rentes, ce qui expliquerait une part de la baisse des recettes fiscales. Si on nomme e l'élasticité des transactions.

$$\begin{aligned} t \cdot R + t' \cdot V &= I_{1895} \\ t/4 \cdot e \cdot R + t' \cdot (V/2 / 0,778)/e &= I_{1896} \\ \text{soit } V &= (I_{1895} (e/4) - I_{1896}) / [t' \cdot (e/4 - (1/2 / 0,778)/e)] \end{aligned}$$

Il suffit alors d'avoir $e = 1,2$ pour obtenir une valeur plausible quoique élevée de R :
 $V = 110$ et $R = 16,5$ milliards.

Si on reprend une valeur plus réaliste de la part des mines d'or dans les transactions de la coulisse (1/3 par exemple), on retrouve quelle que soit l'élasticité supposée, une part très élevée de rentes (au moins 28 milliards de transactions). Ceci est encore plus vrai si on veut introduire l'hypothèse, apparemment réaliste, d'une élasticité à la baisse plus faible des transactions sur les autres valeurs. En effet, soit on a des transactions sur la rente dépassant largement ce qui est concevable (au dessus de 25 milliards) dès 1895, soit, du fait de l'élasticité supposée, on l'a en 1896. Il est aisé de montrer que des hypothèses différentes sur les taux t et t' (diminuant la part des reports par exemple) ne modifient pas substantiellement ces résultats.

⁵⁸ Cette année est la seule pour laquelle cette information soit disponible ; il s'agit comme 1895 d'une année assez spéculative (mais cette fois plutôt sur les actions françaises), ce qui justifie autant que possible nos hypothèses.

⁵⁹ On peut penser qu'en réalité, t et t' ont plutôt augmenté entre 1895 et 1896 du fait de la baisse de la spéculation (qui augmente la part des reports faiblement imposés). En outre, la part des reports est plutôt majorée par cette estimation, donc le taux minoré, surtout pour les autres valeurs, car la part des valeurs privées, plus spéculative, augmente dans le temps.

Il semble donc difficile d'échapper à la conclusion selon laquelle les rentes représentaient encore en 1895 une part nettement plus importante qu'en 1906 des transactions ; leur déclin contribue donc probablement à celui de la coulisse, à moins que l'inverse ne soit vrai. Une estimation est proposée dans le tableau A.6.2.1 d'une évolution vraisemblable des transactions sur la rente et sur les autres valeurs (une estimation plus fine augmenterait les transactions sur rentes en 1894 et les abaisserait un peu au profit des autres titres en 1895 pour tenir compte davantage des chocs que nous avons décrits : le tableau a plutôt pour objectif de montrer la tendance de long terme).

On peut donc conclure que la période 1893-1914 connaît une grande stabilité des transactions totales sur titres effectuées en France, avec deux transformations majeures et probablement liées : une baisse importante de la part de la rente française dans ces transactions, et une perte de terrain de la coulisse par rapport au parquet. Ces deux évolutions vont dans le sens d'une plus grande activité sur les titres privés.

Tableau A.6.2.1 : estimation des transactions sur rentes, 1893-1906

année	Impôt montant	Transactions		
		total	rentes	autres
1893	7521,4	94,93	17,38	77,55
1894	10536,5	132,98	21,62	111,36
1895	10082	127,23	18,59	108,64
1896	5064	71,35	9,49	61,86
1897	5526	77,19	9,45	67,73
1898	5104	70,80	8,07	62,73
1899	6883,5	94,96	10,19	84,77
1900	6809	93,52	9,53	83,99
1901	6147,5	84,14	8,21	75,93
1902	7067,5	96,46	9,08	87,38
1903	7366	100,31	9,17	91,14
1904	7064,5	96,04	8,57	87,47
1905	7703,5	104,58	9,14	95,43
1906	7922	106,94	8,60	98,34

Légende : les montants de l'impôt versé sont en milliers de francs, les taux d'imposition sont en pour cent mille, les transactions sont en milliards de francs. Les hypothèses faites sont les suivantes : 1°) la part de la rente dans le total des transactions baisse de moitié entre 1893 et 1906 pour le comptant et le terme et des deux tiers pour les reports ; 2°) cette diminution a lieu à raison de 20% par an de l'écart entre sa part l'année précédente et 1906.

Après 1914

La difficulté de l'estimation des transactions est qu'il est possible que les parts des différentes opérations et des différentes catégories de titres, qui paient l'impôt sur les opérations de Bourse à des taux différents, se modifient dans le temps. Les principales raisons en ce sens sont : a) la chute du portefeuille de titres étrangers du fait de la guerre ; b) la reprise d'émissions massives de rentes françaises ; c) la corrélation habituelle entre émissions et transactions ; d) les réactions des acteurs du marché aux variations de l'impôt ; e) l'interdiction des opérations à terme de 1914 à 1921. Plusieurs hypothèses ont été étudiées pour évaluer de

manière fiable le niveau et les variations des transactions. Dans tous les cas, on a supposés nuls les reports et des opérations à terme⁶⁰ pour les années 1914-21.

L'hypothèse 1 est que les parts dans le total des transactions des différents couples opérations-valeurs ayant des caractéristiques fiscales différentes se maintiennent à leurs valeurs de 1906, en considérant qu'après 1914, la "disparition" des valeurs étrangères profite autant aux rentes qu'aux autres valeurs françaises, de sorte que la part des rentes devient celle qu'elles avaient en 1906 dans les seules transactions sur valeurs françaises. La part des "autres valeurs" est le complément à 100% de celle des rentes.

L'hypothèse 2 est au contraire que ces parts restent durant toute la période à leurs niveaux de 1906 dans l'ensemble des transactions (valeurs étrangères incluses), sans que la disparition des valeurs étrangères ni la reprise des émissions de rente les modifie. Les autres valeurs françaises gagnent alors l'ensemble des parts de transactions perdues par les valeurs étrangères.

Il est difficile de trancher entre ces deux hypothèses, car l'augmentation des émissions de rentes et de leur part dans la capitalisation boursière après 1914 tend vers la première hypothèse, tandis que la forte hausse des émissions privées et leur taux de roulement plus élevé incitent à l'hypothèse 2. Il est probable qu'en réalité la part des rentes a augmenté dans les transactions dans les années de fortes émissions publiques (1915-21 surtout, puis après 1932). On a cherché à tenir compte de cet effet en supposant que la part de la rente dans le total des transactions varie avec la part des émissions publiques dans le total des émissions⁶¹; une telle hypothèse ne modifie que faiblement le montant total des émissions, même pour une élasticité assez forte aux variations des émissions : on crée seulement une assez forte volatilité des parts respectives des différentes catégories de titres. D'ailleurs, contrairement à ce qu'on pouvait penser, les deux hypothèses initiales donnent des résultats sur le montant total des transactions et sur ses variations assez proches.

L'hypothèse 3 cherche à estimer les transactions en supposant que les parts des différentes transactions sont sensibles aux variations des taux d'imposition des opérations de Bourse. On part des différentes parts connues pour 1906 (hors opérations non identifiées) et on suppose que chaque part aurait tendance à évoluer de la manière suivante:

$$P_{i,n+1} = P_{i,n} / (T_{i,n+1} / T_{i,n})^e$$

où $P_{i,n}$ est la part de l'opération-valeur i l'année n , $T_{i,n}$ le taux d'imposition de cette opération-valeur l'année n , et e l'élasticité aux changements des taux d'impositions. On a choisi $e = 0,5$ (valeur à peu près imposée si l'on veut avoir une évolution significative dans les limites de valeurs plausibles des parts des différentes valeurs). Puis on ramène la somme des P_{n+1} à 100% par simple proportionnalité.

Une quatrième et dernière hypothèse consiste à tenir compte de l'élasticité potentielle de la part des "autres valeurs" dans le total des transactions vis-à-vis des variations du cours réel des actions (déflaté par l'indice des prix à la consommation).

$$P_{n+1} = P_n / [(C_{n+1} / C_n) / (p_{n+1} / p_n)]^e$$

où e est l'élasticité aux variations des cours des actions, C_n l'indice du cours des actions l'année n , et p_n l'indice des prix.

On a choisi $e = 0,5$ pour le comptant, et $e = 0,75$ pour le terme et les reports, plus spéculatifs ; on a choisi ces montants également de manière à ne pas quitter des valeurs

⁶⁰ Quand nos hypothèses portaient sur les modifications dans le temps des parts des différentes opérations, on a supposé que celles des opérations à terme et en report reprenaient en 1922 comme si cette année suivait immédiatement 1913 (cf. ci-dessous hypothèses 3 et 4), ce qui est certainement faux à court terme.

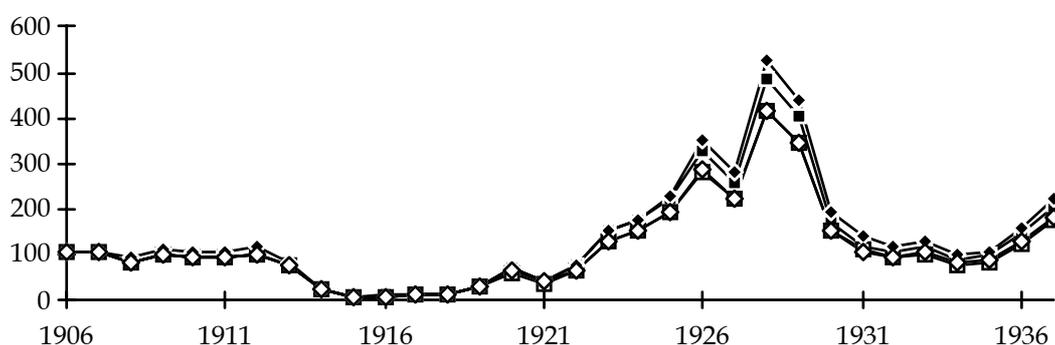
⁶¹ On ne peut pas le faire sur la seule année courante du fait que les émissions publiques sont nulles à deux reprises en 1914 et 1929. L'utilisation de moyennes permet d'y remédier ; elle est en outre plus satisfaisante, car toutes les émissions récentes ont un effet potentiel d'animation du marché susceptible d'augmenter les transactions.

plausibles des parts ; ces élasticités sont en fait assez élevées si on considère que les titres semi-publics et les obligations, probablement peu sensibles aux variations des cours des actions, sont la grande majorité des "autres valeurs".

Puis on ramène la somme des P_{n+1} à 100% par simple proportionnalité.

Une comparaison des quatre hypothèses sur le montant des transactions totales est donnée dans le graphique A.6.2.1 (en milliards de francs courants). Les données sont fournies dans le tableau A.6.2.2. On constate d'abord la relativement faible divergence entre ces estimations, qui permet de considérer avec une certaine confiance les ordres de grandeur obtenus⁶². On remarque d'autre part que nombre d'arguments vont en faveur d'une remontée de la part des rentes françaises dans le total des transactions.

Graphique A.6.2.1 : quatre estimations des transactions en milliards de francs courants



Une difficulté de toutes ces estimations reste cependant l'hypothèse assez lourde faite sur la constance de la part des reports par rapport à leur place en 1906, soit bien longtemps auparavant. Étant donné la forte différence d'imposition qui les caractérise, leur part dans les transactions revêt une importance considérable pour les estimations ci-dessus. Une évaluation des montants de l'impôt payés respectivement sur des opérations au comptant, à terme et en reports pour 1931 accorde à ces derniers 16% de l'impôt recueilli⁶³, à comparer à des parts de l'impôt payé sur les reports de 18,4% dans l'hypothèse 1, 21,5% dans l'hypothèse 2, 24% dans notre hypothèse 3, 18% dans l'hypothèse 4. On peut certes se demander si cette baisse substantielle du terme et très forte des reports n'est pas due seulement à la situation de crise de 1931, sachant que les reports sont en général effectués à la hausse.

De manière à vérifier les hypothèses ci-dessus, on a cherché à estimer les transactions en 1931 à partir de cette évaluation. Il convient de noter que le montant cité par cette source pour le total de l'impôt est inférieur à celui que fournissent les statistiques publiées par le B.S.L.C., de sorte qu'il est probable qu'il ne s'agit que du parquet⁶⁴ ; on devra donc multiplier les

⁶² Nous avons essayé quelques autres hypothèses : en reprenant l'hypothèse 4, mais avec à partir de 1915 la première hypothèse sur les parts conservées (les rentes augmentent leur part dans le total en prenant une part de celle des valeurs étrangères), on obtient des résultats sur le total des transactions très proches de l'hypothèse 4. Il en est de même si on prend la première hypothèse sur les parts conservées et qu'on suppose une élasticité des transactions par rapport à l'indice des cours nominaux. Le résultat dépend également assez peu de la valeur choisie pour l'élasticité vis-à-vis des variations du cours des actions. Naturellement, si le total des transactions varie peu, la part des rentes dans le total varie selon les hypothèses choisies.

⁶³ Archives du SAEF, dossier B 43 347/2.

⁶⁴ Cette supposition est cependant rendue fragile par le fait que la même source évalue à 125,2 millions l'impôt payé pour les 9 premiers mois de 1932, montant à lui seul supérieur aux 113,1 millions fournis par le B.S.L.C.. L'importance des opérations à terme en coulisse inciterait si elle est quand même vérifiée à penser que les reports devaient même représenter une part plus grande de l'impôt total payé.

résultats obtenus par le rapport entre le total de l'impôt payé et le montant cité ici (soit 100,07 / 77,753) pour inclure les autres marchés, en espérant que cela ne biaise pas le résultat.

En supposant que les parts respectives des rentes (séparément au comptant, à terme et en report) et des autres valeurs (*id.*) dans l'ensemble sont les mêmes que leurs parts dans le total des transactions sur ces titres en 1906, on peut poser :

$$T_j = Tr_{c,j} + Tr_{t,j} + Tr_{re,j} + Tv_{c,j} + Tv_{t,j} + Tv_{re,j}$$

où T = transactions, I = impôt, i = 1906, j = 1931, r = rente, v = autres valeurs françaises, c = comptant, t = terme, re = report ;

On suppose que quel que soit (x,y) où x=titre et y=opération, les $T_{x,y,j}/T_{.,y,j}$ sont égaux aux $T_{x,y,i}/T_{.,y,i}$; soit $T_{.,y,i} = \sum T_{x,y,i}$ (sommé sur les x) ;

on sait que chaque $I_{x,y,j} = a_{x,y,j} \cdot T_{x,y,j}$, où $a_{x,y,j}$ est le taux de l'impôt sur le titre x et l'opération y.

Sachant que

$$T_{x,y,j} = (T_{x,y,i}/T_i) \cdot T_j \quad \text{et} \quad T_j = \sum (T_{x,y,j})$$

et connaissant les $I_{.,y,j} = Ir_{.,y,i} + Iv_{.,y,i}$

Grâce à l'hypothèse ci-dessus, on obtient

$$T_{.,y,j} = T_{.,y,i} / (\sum a_{x,y,j} \cdot T_{x,y,i} / T_{.,y,i}) \quad (\text{sommé sur les x}).$$

Tableau A.6.2.2 : taux des impôts sur les opérations de Bourse et estimations des transactions

	Impôt versé	Taux des impôts					Estimations des transactions			
		Rente		Autres valeurs			1	2	3	4
		cpt-ter	rep	cpt	ter	rep				
1893	7521,4	5	2,5	5	5	2,5	94,88	94,88		
1894	10536,5	5	2,5	5	5	2,5	132,92	132,92		
1895	10082	5	2,5	5	5	2,5	127,18	127,18		
1896	5064	1,25	0,625	5	5	2,5	68,36	68,36		
1897	5526	1,25	0,625	5	5	2,5	74,59	74,59		
1898	5104	1,25	0,625	5	5	2,5	68,90	68,90		
1899	6883,5	1,25	0,625	5	5	2,5	92,92	92,92		
1900	6809	1,25	0,625	5	5	2,5	91,91	91,91		
1901	6147,5	1,25	0,625	5	5	2,5	82,98	82,98		
1902	7067,5	1,25	0,625	5	5	2,5	95,40	95,40		
1903	7366	1,25	0,625	5	5	2,5	99,43	99,43		
1904	7064,5	1,25	0,625	5	5	2,5	95,36	95,36		
1905	7703,5	1,25	0,625	5	5	2,5	103,99	103,99		
1906	7922	1,25	0,625	5	5	2,5	106,94	106,94	106,94	106,94
1907	7774	1,25	0,625	5	5	2,5	104,94	104,94	104,94	104,92
1908	10404	1,25	0,625	10	10	2,5	82,04	82,04	91,70	81,77
1909	12513	1,25	0,625	10	10	2,5	98,67	98,67	110,29	98,57
1910	11768,5	1,25	0,625	10	10	2,5	92,80	92,80	103,73	92,84
1911	12131,5	1,25	0,625	10	10	2,5	95,66	95,66	106,93	95,53
1912	13011	1,25	0,625	10	10	2,5	102,59	102,59	114,68	102,63
1913	9637	1,25	0,625	10	10	2,5	75,99	75,99	84,94	76,00
1914	5202	1,25	0,625	13,75	13,75	3,02	24,12	21,38	22,97	21,47
1915	1273,5	1,25	0,625	15	15	3,75	5,42	4,80	5,20	4,93
1916	2254,5	1,25	0,625	15	15	3,75	9,60	8,50	9,21	8,72
1917	2726	1,25	0,625	15	15	3,75	11,61	10,28	11,14	10,56
1918	2519	1,25	0,625	15	15	3,75	10,73	9,50	10,30	9,88
1919	7149	1,25	0,625	15	15	3,75	30,45	26,97	29,22	28,35
1920	24492	1,25	0,625	22,5	22,5	6,875	70,14	61,84	70,02	65,75
1921	19090	1,25	0,625	30	30	10	41,18	36,22	42,52	39,09
1922	25655	1,25	0,625	30	30	10	74,53	64,69	74,16	65,37
1923	51799	1,25	0,625	30	30	10	150,48	130,60	149,73	130,85
1924	91904	1,25	0,625	45	45	17,5	173,49	149,76	175,46	150,72
1925	146728	1,25	0,625	55	55	22,5	224,56	193,48	230,63	195,87
1926	358394	1,25	0,625	90	90	41,66	326,77	280,47	352,80	287,22
1927	320537	1,25	0,625	100	100	50	258,16	221,25	281,83	225,45
1928	600354	1,25	0,625	100	100	50	483,53	414,39	527,86	416,54
1929	501500	1,25	0,625	100	100	50	403,91	346,16	440,94	346,88
1930	168697	1,25	0,625	100	66,6	33,3	170,42	154,83	193,86	154,34
1931	100070	1,25	0,625	100	50	25	115,72	109,84	138,99	108,14
1932	113133	1,25	0,625	100	75	37,5	107,42	95,88	120,21	96,66
1933	145676	1,25	0,625	100	100	50	117,33	100,55	128,08	103,07
1934	112099	1,25	0,625	100	100	50	90,29	77,38	98,56	79,97
1935	120559	1,25	0,625	100	100	50	97,10	83,22	106,00	85,76
1936	182120	1,25	0,625	100	100	50	146,68	125,71	160,13	130,45
1937	255056	1,25	0,625	100	100	50	205,42	176,05	224,26	182,67

Légende : L'impôt versé est en milliers de francs, les taux d'imposition sont en pour cent mille, et les transactions en milliards de francs. Ter : opérations à terme, cpt : au comptant, rep : en report ; les 4 hypothèses sur les transactions sont celles décrites dans le texte.

On obtient ainsi un total de transactions en 1931 entre 78 et 103 milliards (soit 100 à 133 milliards après le rehaussement indiqué ci-dessus), selon que l'on suppose que la part de la rente dans les transactions (à la fois au comptant, à terme et en report) est constante par rapport à 1906 dans les transactions sur les seules valeurs françaises (d'où une part de la rente plus élevée, et donc des transactions plus importantes nécessaires pour parvenir à un montant d'impôt identique puisque le taux d'imposition de la rente est beaucoup plus faible que celui des autres titres), ou dans l'ensemble des transactions. Ce résultat est très similaire à ceux de nos hypothèses, qu'il confirme ainsi.

Quelques autres arguments permettent de penser que l'ordre de grandeur des évaluations que nous proposons est juste, et en particulier que les parts de la rente que nous estimons sont réalistes et non sur-évaluées (en effet, toute augmentation de la part de la rente, faiblement imposée, suppose, à revenu de l'impôt donné, un montant total de transactions nettement supérieur).

Ainsi, une note de la Compagnie des agents de change indique que les transactions durant les séances les plus actives de mai 1928 (sommet d'activité) portent sur 2 millions de titres au Parquet⁶⁵. En estimant la valeur moyenne du titre échangé à 700 francs⁶⁶, l'activité moyenne à 75% de celle des jours les plus actifs, le nombre de jours de Bourse à 280 (la Bourse est ouverte le samedi), et la part du Parquet aux 2/3 (part qu'il a dans les recettes de l'impôt sur les opérations de Bourse en 1928-29⁶⁷), on obtient des transactions d'environ 440 milliards, ce qui est cohérent avec nos autres évaluations. Notre estimation ne semble donc pas sous-évaluée par sur-évaluation de la part de la rente.

Un autre argument en faveur d'une remontée de la part des rentes est l'estimation fournie pour les transactions sur rentes françaises dans une brochure intitulée *L'épargne et la Bourse* réalisée par E. Jacob, syndic de la CAC, en date du 15 décembre 1934⁶⁸: l'auteur remarque qu'avec 17,284 milliards échangées, le coefficient de rotation des rentes françaises est exceptionnellement bas, variant (par rapport à la valeur cotée) entre 8,59 et 16,21% selon les rentes (il y en a 6 cotées). Ce chiffre est à comparer à des transactions sur rentes de 20,2 milliards en 1934 selon notre hypothèse 1, de 6,2 selon l'hypothèse 2, de 27,5 selon l'hypothèse 3 et de 17 selon l'hypothèse 4.

On en conclut que les hypothèses que nous avons présenté ci-dessus semblent bien encadrer les variations effectives qu'ont certainement connues les transactions sur les marchés français durant l'entre-deux-guerres, la meilleure étant probablement l'hypothèse 4. Les principales évolutions de cette période par rapport à l'avant-guerre sont les suivantes :

- Les transactions connaissent de fortes variations durant toute la période, largement parallèles aux variations des autres grandes valeurs d'activité de la Bourse : émissions ou cours des actions.

- Plus encore que pour les cours, le niveau d'avant-guerre n'est plus atteint durant l'entre-deux-guerres en valeur réelle. Les acteurs de la Bourse doivent vivre sur un marché qui

⁶⁵ Archives de la SBF, carton SG 21, dossier H 621.

⁶⁶ La majorité des titres a un nominal de 500 francs, mais les actions vedettes de la Bourse ont parfois un nominal supérieur, auquel il faut ajouter des primes parfois élevées en 1928.

⁶⁷ Le détail mensuel de novembre 1928 à octobre 1929 des impôts sur les opérations de Bourse payés par le parquet, la coulisse et la province est fourni dans le dossier B 33 236/1 des archives du SAEF. La part du parquet est en moyenne de 65% et varie entre 57 et 70% selon les mois.

⁶⁸ Archives de la SBF, carton SG 21, dossier H 620. Ce document fournit également une estimation des positions acheteur et vendeur moyennes en 1934, soit respectivement 1,422 et 0,219 milliards. Une note du 5/10/1934 du syndic au Ministère des finances (Archives de la SBF, carton SG6, dossier 1210.1) montre que le maximum de la position vendeur entre le 15/10/1933 et le 30/9/1934 est de 260 millions et son minimum de 178; pour les positions acheteur, ces chiffres sont respectivement de 1878 et 1074 millions. Malheureusement, il est difficile de tirer une évaluation des reports de ces chiffres en l'absence d'information sur le nombre de reports effectués.

a perdu l'essentiel de son activité, ce qui explique peut-être leurs rivalités et enclenche probablement la spirale néfaste hausse des coûts d'intermédiation - baisse des transactions - nouvelle hausse des coûts.

- Cette évolution est confirmée par le déclin accentué de la coulisse, qui, à la différence des périodes antérieures, ne s'est pas remise de sa défaite de 1898 : en 1929, année qui devrait lui être favorable puisqu'elle est la plus spéculative de l'entre-deux-guerres, la coulisse ne réalise même plus la moitié des recettes du parquet à l'impôt sur les opérations de Bourse⁶⁹. Comme les Bourses de province gardent une part faible du même ordre qu'avant guerre (5%), cela signifie qu'il n'y a plus d'instance réellement dynamique et preneuse de risque sur le marché financier français.

- La structure des opérations s'est probablement fortement modifiée : après une baisse sensible de sa part de la rente dans les opérations entre les années 1890 et le début du XX^e siècle, la rente connaît une reprise après 1914, conséquence probable de la forte reprise des émissions publiques. Si la coulisse des rentes ne renaît pas après la guerre de 1914, ce n'est donc pas du fait de l'affaiblissement du marché, mais plutôt de la concurrence du parquet (qui n'avait cessé de grandir depuis l'autorisation d'un marché à terme officiel en 1885), et peut-être des banques. Parmi les opérations sur autres valeurs (valeurs françaises essentiellement), le comptant seul connaît une nette croissance, ce qui confirme probablement le développement d'un marché à clientèle large et non spécialiste se portant sur les actions. Les reports, opérations de spécialistes ou au moins de particuliers avertis, voient ainsi leur part diminuer fortement.

Au total, un marché qui en perdant une part de son activité a peut-être abandonné les bases d'un grand marché financier diversifié qui repose toujours sur une forte alliance entre comptant et terme comme entre gros et petits opérateurs.

⁶⁹ Précisément, 158 millions contre 351 au parquet et 29 dans les Bourses de province, *cf.* archives du SAEF, dossier B 33 236/1.

Chapitre 7

**L'entre-deux-guerres :
hypertrophie et affaissement du marché**

Les transformations du marché financier dans les années 1890 l'ont amené à un fonctionnement dans la décennie précédant la guerre que l'on peut rétrospectivement considérer comme un équilibre favorable à la plupart des acteurs, et en particulier aux entreprises françaises. On comprend mieux les modifications qui affectent cet équilibre après 1914 si on résume rapidement ce qui fait sa cohérence et sa stabilité.

Les caractéristiques principales de cet équilibre sont les suivantes : une dette publique élevée et stable fournit à la fois un instrument de liquidité au marché (grâce à l'efficace coulisse des rentes), un fonds de portefeuille sans risque (conforme à la théorie financière moderne) et un flux d'intérêts important permettant de réaliser des placements nouveaux, en particulier industriels. Des prêts à l'étranger considérables fournissent à la fois un revenu régulier qui amortit les chocs sur la balance des paiements, un placement aisé pour les rentiers et une activité profitable aux intervenants du marché financier, coulissiers, banques et agents de change. La faiblesse de la fiscalité du capital et des revenus financiers, jointe à la stabilité monétaire, permet aux rentiers de vivre des revenus de leur épargne (ou de celle de leurs ascendants) et encourage la poursuite de l'accumulation.

Toutes ces caractéristiques ont facilité l'émergence d'un véritable marché des titres privés. Ce marché atteint avant la Grande guerre une forme de complémentarité entre coulisse et parquet différente de celle qui prévalait avant les années 1890 ; au lieu d'être réservée aux sociétés importantes de services ou de transports, la cote officielle accueille désormais les entreprises industrielles solides, qui y trouvent une liquidité plus grande, des souscripteurs plus nombreux, et donc la possibilité de réaliser davantage d'émissions.

La coulisse et les marchés de province sont essentiellement complémentaires et non concurrents du parquet, cotant des sociétés plus petites et risquées, dont le transfert vers la cote officielle est assez rare. Réunis,

ces marchés constituent un ensemble capable de satisfaire à la fois les épargnants et les entreprises.

C'est la cohérence globale de ce système financier qui est remise en cause par la Grande guerre, à travers ses deux effets principaux : l'augmentation de la dette publique et la perte des avoirs à l'étranger, et leur conséquence commune, l'inflation. À la différence de la période antérieure, le marché boursier ne connaît pas de transformation institutionnelle importante durant l'entre-deux-guerres. En revanche, les modifications des positions relatives des différentes parties intéressées entraînent le marché dans une croissance extensive très fragile qui ne résistera pas à la succession de la stabilisation du franc et d'une crise des années 1930 particulièrement longue.

I. ÉMETTEURS PRIVÉS ET AUTRES EMPRUNTEURS DU MARCHÉ

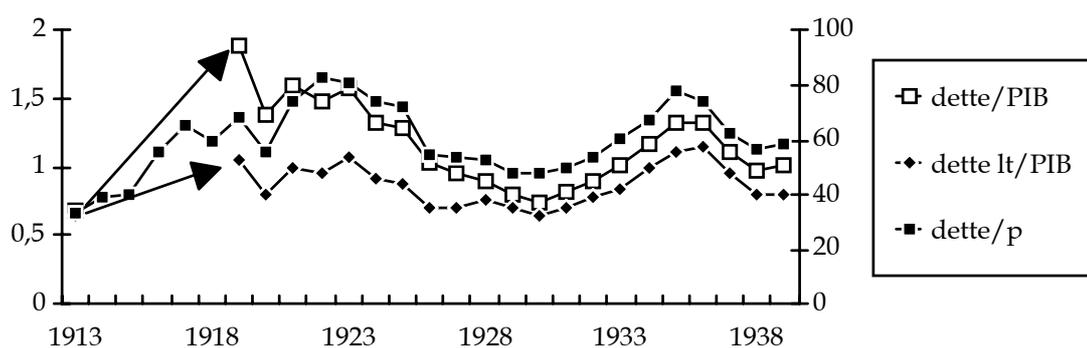
La guerre entraîne deux changements majeurs sur le marché financier : la reprise de la croissance de la dette publique et la disparition d'une grande part des avoirs français sur l'étranger. Nous examinons ci-dessous leurs conséquences macro-économiques, et en particulier leurs effets sur les émissions des entreprises privées.

I. A. Les effets contrastés de l'endettement public

I. A. 1. Les séquelles de la guerre

La guerre, que les gouvernements successifs se sont refusés à financer par l'impôt, provoque une augmentation considérable de la dette publique, d'autant plus difficile à supporter que son niveau initial était important du fait de l'absence d'efforts sérieux pour la réduire à la fin du XIX^e siècle (graphique 7.1).

Graphique 7.1 : évolution de la dette publique



Légende : dette publique totale et dette publique à long terme (Lt) rapportées au PIB (échelle de gauche) ; dette totale en milliards de francs 1913 (dette/p, échelle de droite). Source : P. Villa (1993).

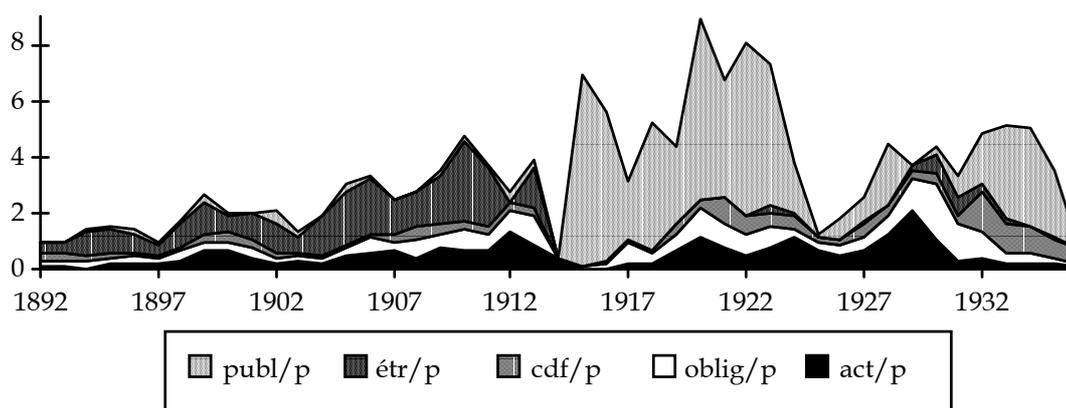
À son niveau de 1919 (1,88 fois le PIB. contre 0,63 en 1914⁷⁰), cette dette est difficilement supportable par un pays qui sort d'une guerre aussi destructrice. Le retour à la parité-or de 1914 semble en tout état de cause impossible (la dette représenterait alors près de cinq fois le produit national). En outre, la pression exercée par les besoins financiers de l'État sur les détenteurs de capitaux a fait monter les taux d'intérêt (à moins qu'il ne s'agisse déjà d'anticipations d'inflation), de sorte que les intérêts à verser représentent une part encore plus importante du budget : 10,7 milliards sur un budget de 26,4 en 1921, soit plus de 45% des recettes ordinaires et 7,4% du PIB (A. Sauvy, 1984, III, pp. 379ss). Un cercle vicieux d'endettement destiné à payer les seuls intérêts de la dette est inévitable en l'absence de dévalorisation partielle de celle-ci.

Si on ajoute à ces paiements les dépenses qui incombent à l'État du fait de la reconstruction et des pensions de guerre, on ne peut s'étonner de voir les émissions publiques accaparer dans les années qui suivent la guerre une très grande part des fonds offerts sur le marché financier (graphique 7.2).

Cependant, en dehors de l'élimination complète des émissions étrangères (aux réserves près que l'on trouvera ci-dessous), le trait frappant n'est pas l'éviction des autres emprunteurs mais au contraire le maintien de leurs émissions. Comme on l'a vu au chapitre 1, les émissions privées retrouvent, voire dépassent dès le lendemain de la fin de la guerre leur niveau des années d'euphorie qui l'avaient précédée, de sorte qu'il est difficile de considérer qu'elles ont été victimes des émissions publiques.

⁷⁰ Cette hausse est d'autant plus importante que la dette antérieure à la guerre a été largement dévalorisée par une inflation qui atteint en 1919 150% par rapport à 1913.

Graphique 7.2 : parts des différents émetteurs sur le marché, 1892-1939



Légende : émissions publiques, étrangères, des chemins de fer, et des sociétés privées (obligations et actions). Source : F. Marnata (1973) sauf pour les séries des obligations et des actions, pour lesquelles les statistiques du Crédit lyonnais sont corrigées comme indiquées dans l'annexe 1 du chapitre 1. *N.B.* : les données pour 1914 sont manquantes, ce qui explique la chute apparente cette année là.

L'endettement public entraîne donc un élargissement du marché au lieu de prendre sur la part des autres emprunteurs nationaux. Le marché des capitaux à long terme parvient ainsi à un degré de développement jamais atteint auparavant (et qui ne le sera plus durant notre période), avec des émissions totales frôlant les 9 milliards de francs 1913 en 1920 (contre un record avant guerre de 4,75 milliards en 1910), soit 22,6% du PIB (contre 10,1 en 1910). Même si l'effort d'épargne est exceptionnel, résultant à la fois du souci de reconstitution d'un patrimoine réel détruit par la guerre, d'une épargne financière réduite par l'inflation, et de la pénurie sur le marché des biens, il est clair que l'épargne forcée par l'inflation contribue pour beaucoup à ces montants (1920 voit d'ailleurs aussi le taux d'inflation record de la période, à près de 38%).

Cependant si jusqu'à 1920 c'est en grande partie par l'émission monétaire que l'État a assuré le placement de sa dette (les avances à l'État, inexistantes avant 1914, atteignent 23 milliards en 1919 et 26 en 1920), ce n'est plus le cas après. De 1920 à 1923, la fuite devant la monnaie est évitée grâce à un ralentissement de la création monétaire, et en particulier à une stabilisation autour de 23 milliards des avances de la Banque de France à l'État. Le maintien des taux d'intérêt à long terme autour de 6% seulement, soit fréquemment très en dessous de l'inflation, témoigne de la stabilisation de la situation. Mais si on peut espérer un temps qu'un effort budgétaire et une politique monétaire rigoureuse permettront le retour à la stabilité, cet espoir disparaît en 1923.

Un blocage se produit alors. En l'absence d'effort fiscal substantiel, la dette est en effet restée excessivement élevée : alors que le PIB a augmenté de 83% en volume entre 1919 et 1923 (P. Villa, 1993) et que les prix ont progressé

de 29%, la dette représente encore 1,57 fois le PIB (contre 1,89 fois en 1919). Si l'État a bien diminué (modérément) sa pression sur le marché des capitaux à long terme (ce qui explique la bonne tenue des cours des rentes), il a parallèlement augmenté de 1920 à 1923 sa dette à court terme. Autant dire qu'en l'absence manifeste d'accord national sur la solution fiscale du problème budgétaire⁷¹, la dépréciation de la dette redevient la solution la plus probable. Un cercle vicieux se met en place.

Devant les pressions des banques, la confiance fait défaut aux émissions publiques qui ne parviennent plus à se placer (y compris l'emprunt Caillaux de 1925, pourtant doté d'une garantie de change) : elles tombent à 6,8 milliards en 1924 et 0,4 en 1925 contre 16,9 en 1923 et 18,4 en 1922. Cette mévente provoque d'abord une hausse des taux d'intérêt de 5,71% en 1922 à 9,11% en 1925 (taux des obligations à l'émission), puis un recours massif aux avances de la Banque de France (qui passent de 23 milliards en 1924 à 36 en 1926 en moyennes annuelles). Suivent l'augmentation accélérée de la masse monétaire (30% environ en 1925) et celle des prix (30% en 1926).

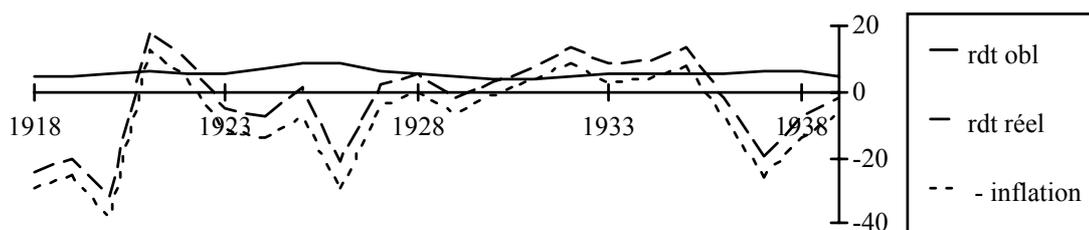
Les émetteurs privés sont également victimes de la fuite devant la monnaie⁷². Ils tentent rarement de proposer au public des obligations assurant une protection contre l'inflation⁷³ (les grandes sociétés électriques sont seules à émettre des obligations en devises étrangères⁷⁴), et les durées d'amortissement,

⁷¹ Pour une analyse récente mettant à juste titre l'accent sur l'importance du conflit politique sur la répartition de l'impôt, cf. Eichengreen (1992, pp. 172ss).

⁷² En juillet 1926, l'indice des cours des obligations atteint 54,3 sur une base 100 en 1913, tandis que les prix sont à 544.

⁷³ Les obligations indexées, participantes ou à taux variables ne connaissent pas le développement que l'on attendrait. Quelques crédits à taux variables sont réalisés, mais les obligations de ce type n'existent pas. Des obligations participantes sont parfois créées lors de restructurations d'entreprises, mais il s'agit d'exceptions. L'irrégularité considérable de la hausse des prix rend toute prévision à long terme très difficile, d'autant que les causes de l'inflation sont mal comprises. Il suffit pour s'en convaincre de constater que les taux d'intérêt réels (nets de l'inflation) sont bien davantage déterminés par les variations de l'inflation que par celles, bien moindres, des taux nominaux (graphique 7.3).

Graphique 7.3 : comparaison des rendements nominal et réel des obligations à l'émission, et de l'inflation



⁷⁴ Ces émissions sont réalisées à l'étranger. Cette pratique est nécessairement limitée à une époque protectionniste où chaque pays cherche à réserver l'épargne nationale à ses ressortissants et où ceux-ci craignent l'instabilité monétaire internationale.

quoique en forte baisse, restent trop longues pour rassurer les prêteurs (elles sont encore presque toujours supérieures à 20 ans). Même les émissions d'actions reprennent en 1924, suite à la forte hausse des cours de 1923, mais retombent à des niveaux moyens dans les années suivantes, l'incertitude monétaire et la hausse des taux d'intérêt entraînant une stagnation des cours (surtout par rapport à l'inflation) qui dure presque jusqu'à la stabilisation du franc.

On ne peut donc pas parler entre 1918 et 1926 de variations antagonistes mais plutôt globalement parallèles des émissions publiques et privées, les variations des unes comme des autres étant déterminées principalement par la situation macro-économique et la confiance des détenteurs de capitaux dans la capacité des gouvernements à juguler l'inflation. Ce n'est qu'au sein des émissions privées que cette même situation impose un transfert des obligations vers les actions, mieux à même de protéger leurs détenteurs de la dépréciation de la monnaie (*cf. infra*).

I. A. 2. Stabilité monétaire et éviction

À partir de 1926, la situation s'inverse : l'État, dont la situation financière est restaurée (réforme fiscale, reprise économique et surtout dévalorisation de la dette par l'inflation aidant⁷⁵) consolide la dette flottante puis cesse d'émettre, tandis que les émissions privées se développent à un degré jamais atteint. L'abstention de l'État aide clairement, comme avant 1914, à ce développement, en particulier par les versements considérables de coupons qu'il effectue (selon P. Villa, 1993, la dette publique totale diminue même de 22,5 milliards entre 1927 et 1932). Il contribue également à la baisse rapide des taux d'intérêt que renforcent la stabilité monétaire retrouvée et la situation de la balance des paiements.

Cette situation de monnaie stable et neutre perdure jusqu'en 1936, de sorte que la situation antagoniste des émissions publiques et privées reprend de l'ampleur dès que l'État réapparaît sur le marché financier. Le souvenir des années 1920 est alors au cœur de la limitation stricte du dérapage des finances publiques et du refus de leur financement monétaire, ce qui aggrave probablement la crise en accentuant la déflation. À partir de 1932, la dépression entraîne une remontée irrépressible du déficit public ; la rigueur de la gestion monétaire destinée à éviter toute inflation provoque alors une éviction massive

⁷⁵ Entre 1919 et 1926, le taux d'intérêt réel moyen à long terme est négatif (environ 2,78% par an) tandis que le PIB augmente en volume de 36,5% (selon Villa, 1993).

des emprunteurs privés et une hausse des taux d'intérêt (alors même que les prix baissent) ; leur conjonction aggrave la crise et entraîne à partir de 1934 une tension sociale et politique qui finit par nuire même au crédit de l'État. Tout laisse à penser que la durée de la crise en France est partiellement le résultat de cette gestion sévère qui empêche la reprise de l'investissement (Hautcoeur, 1993).

Au total, avant la stabilisation du franc, l'État est parvenu à imposer (aux deux sens du terme) l'épargne par une inflation rapide, de sorte que les émetteurs privés n'ont pas vu se refermer l'accès au marché financier. Selon les moments, ils ont dû se replier sur un instrument de financement externe ou un autre, mais ils n'ont jamais été réellement évincés du marché. À partir de 1926 au contraire, la politique monétaire stricte entraîne une opposition entre les besoins de financement de l'État et des entreprises. Cette opposition bénéficie aux entreprises tant que l'État rembourse sa dette, mais leur nuit quand il recommence à emprunter massivement du fait de la crise.

I. B. La perte des avoirs sur l'étranger

La guerre provoque une réduction massive des avoirs bruts (et plus encore nets) sur l'étranger. Les pertes de créances du fait de faillites (Russie en particulier), ajoutées aux ventes d'actifs (dans des conditions évidemment peu favorables) représentent au moins la moitié d'un patrimoine qu'on évaluait à plus de 40 milliards de francs en 1914 (*cf.* chapitre 1)⁷⁶. S'y ajoute un endettement important du gouvernement français auprès du Royaume-Uni et des États-Unis. La France se retrouve au lendemain de la guerre incapable de faire face à ce bouleversement, qui est, avec la détérioration de la balance commerciale et la hausse des prix, à l'origine de la chute du taux de change du franc dès sa libération au début de 1919. Cette chute aggrave la situation puisque les créances de la France sur l'étranger sont largement libellées en francs (les clauses de garantie or sont presque toujours bafouées), tandis que ses dettes sont en devises fortes.

Dès 1916, toute émission de valeurs mobilières étrangères sur le marché français est interdite sauf autorisation ministérielle⁷⁷. Cette interdiction est

⁷⁶ Les estimations des pertes sont très variables selon les auteurs et selon la date de la mesure (du fait des variations de la valeur du franc) ; *cf.* A. Sauvy (1984, I, p. 14), Moulton & Lewis (1925), Colson (1924-33).

⁷⁷ Cette loi est probablement destinée surtout à avoir un impact psychologique, car aucune émission n'était enregistrée depuis le début de la guerre, et le Ministère des finances avait déjà la possibilité de s'opposer à tout projet.

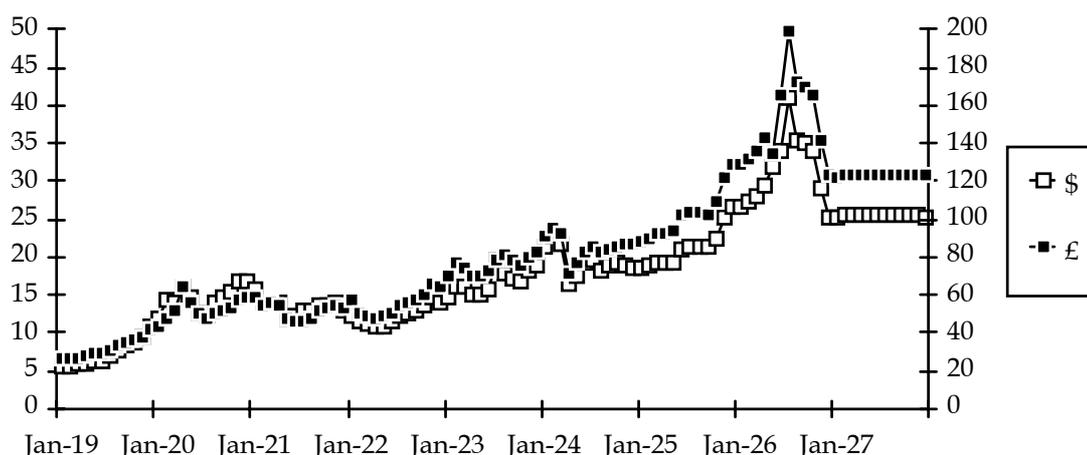
maintenue jusqu'à la fin des années 1920, et très peu d'exceptions sont consenties avant la stabilisation du franc.

Dans le contexte de la guerre et des difficultés de balance des paiements qui vont de pair, cette interdiction semble s'imposer, d'autant plus que les facilités accordées à ces émissions avant 1914 ont réputation d'avoir freiné l'investissement et la croissance (*cf.* chapitre 6). Désormais, la France compte réserver à son propre usage la capacité d'épargne de sa population.

Selon cette interprétation keynésienne traditionnelle, la restriction des exportations de capitaux fait partie, avec le développement d'un système bancaire public et parapublic, des mesures qui expliquent le dynamisme de la croissance des années 1920. Cette lecture néglige cependant un certain nombre d'effets pervers de ces restrictions sur le fonctionnement du système financier. On peut en effet montrer que l'interdiction d'exporter les capitaux n'a pas été sans effets néfastes sur l'évolution macro-économique de l'entre-deux-guerres, et en particulier qu'elle est partiellement à l'origine de l'instabilité économique et surtout financière qui perturbe la France jusqu'à la deuxième guerre mondiale.

Dès 1921, cette interdiction est inutile, car les conséquences monétaires et financières de la Grande guerre au niveau extérieur sont achevées. L'ajustement de la parité du franc est en effet terminé dès les premiers mois de 1920, après une division par trois de sa valeur en un an. Si les années 1920 à 1923 sont marquées par une forte instabilité du taux de change, aucune tendance vers une dévalorisation supplémentaire n'apparaît clairement avant la deuxième moitié de 1923, surtout si l'on considère comme référence le dollar et non (comme on fait malheureusement à l'époque) une livre sterling qui cherche à se revaloriser (graphique 7.4).

Graphique 7.4 : évolution des cours du dollar et de la livre sterling



Légende : cours de la livre (échelle de droite) et du dollar (échelle de gauche) en francs.

Dans un tel contexte instable où nombre de spécialistes anticipent une revalorisation du franc, nulle interdiction n'est nécessaire pour décourager les émetteurs, d'autant que l'incertitude sur le sort de nombre de créances d'avant-guerre n'incite pas les épargnants à se montrer aventureux. Les rares emprunts lancés en France pour des raisons diplomatiques ne sont d'ailleurs pas de francs succès. À court terme, il ne semble pas en tout cas que la France coure un grand risque de voir ses capitaux s'expatrier, d'autant que les rendements qu'elle leur offre sur son propre sol sont élevés. L'interdiction des émissions étrangères semble donc dans un premier temps largement superflue.

D'autre part, dès 1921 aucune raison macro-économique ne justifie plus le maintien de contraintes importantes sur ces émissions. En effet, malgré les reprises de la consommation et de l'investissement et la baisse des revenus des avoirs à l'étranger, on ne constate plus de déficit durable des comptes extérieurs : non seulement la balance courante se rétablit rapidement, mais elle dégage rapidement des excédents substantiels, en particulier du fait de l'afflux des réparations allemandes⁷⁸ (tableau 7.1).

⁷⁸ C'est au moins ce qu'indiquent les estimations de l'époque, très approximatives, de la balance des paiements (Rist & Schwob, 1939 ; Gide et Oualid, 1931, p. 59). Elles ne sont pas contredites pour les traits principaux par les évaluations plus récentes (P. Villa, 1993) qui, si elles n'apportent pas de sources réellement nouvelles, montrent au moins leur cohérence avec l'ensemble de l'économie.

Tableau 7.1 : balance des paiements de la France dans l'entre-deux-guerres

	BdP	or	visibles	invisibles	réparations	BFX
1913	1219	183	1115	-79	0	1490
1919	-9777	139	-5559	-4357	0	-21620
1920	-13440	-473	-480	-10782	-1705	-19260
1921	4950	-2120	4260	3266	-456	3290
1922	2983	48	-355	3946	-656	2820
1923	3250	-18	3473	-205	0	7620
1924	5819	-125	3500	4944	-2500	11570
1925	7715	15	-400	10350	-2250	12280
1926	11405	65	-1440	16080	-3300	10850
1927	7746	586	2004	9356	-4200	11170
1928	5720	6140	9760	-5000	-5180	11160
1929	4489	8505	-1980	4664	-6700	14000
1930	308	11530	2658	-6796	-7084	17320
1931	-3012	18533	8231	-27176	-2600	1850
1932	-4815	17660	-20630	-1845	0	-5280
1933	-2950	-2000	-2532	1582	0	-8890
1934	-1250	1500	-300	-2450	0	-2880
1935	-700	-15000	-1800	16100	0	-1780
1936	-3050	-22700	-400	20050	0	-5850
1937	-6200	-10700	-3680	8180	0	-11440
1938	338	6960	-58	-6564	0	-4760

Légende : BdP est la balance des paiements courants (le signe + signifie un excédent, c'est-à-dire une augmentation des avoirs français sur l'étranger) ; les colonnes suivantes donnent ses principaux postes (source: A. Sauvy, 1984, III, p. 406 et Rist & Schwob, 1939). BFX est le besoin de financement de l'étranger, incluant les réparations, et recalculé pour correspondre au territoire métropolitain (source : P. Villa, 1993).

Dès lors, la limitation des émissions étrangères implique d'énormes sorties invisibles de capitaux à court terme pour équilibrer la balance des paiements⁷⁹. Les sorties d'or qui, durant une part importante des années 1920, s'ajoutent à l'excédent des paiements courants, témoignent également de sorties de capitaux. Ces prêts à l'étranger sont réalisés par le système bancaire, mais

⁷⁹ Malheureusement, il faut noter que les moyens de mesurer les investissements à long terme réalisés par des français à l'étranger sont quasiment inexistantes dès lors que leurs revenus ne sont pas payés en France. Or, en l'absence presque totale d'accords entre pays évitant la double imposition de ces revenus, la hausse de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières incite fortement à la fraude. Outre les risques d'erreur concernant le solde d'une balance dont de nombreux éléments sont estimés avec grande difficulté, on risque ainsi d'attribuer au court terme des placements à long terme. Enfin, la multiplication des achats de titres non émis en France (et donc libellés en devises) dans les achats des français et donc dans les cotations (au moins en coulisse quand elles sont autorisées) rend plus difficile qu'avant 1914 l'évaluation des flux concernés, en particulier durant les périodes de fortes fluctuations des taux de change.

aussi par l'achat de titres étrangers non cotés à Paris, par l'entremise des banques, des coulissiers ou même de *brokers* américains⁸⁰.

On a donc tout lieu de penser que les exportations de capitaux exercent un effet d'éviction sur les émissions des entreprises françaises, en particulier entre 1924 et 1926, où la croissance de celles-là se conjugue avec le recul de celles-ci. En 1928, le parlement vote une loi qui complète celle de 1916 en interdisant les achats de titres et de créances étrangers ; elle n'empêche pas le développement de ces pratiques, auxquelles seul un contrôle des changes beaucoup plus strict pourrait faire obstacle. Ce vote fournit au contraire la preuve de l'activité de ce marché. Pire, en les interdisant (ce qui augmente les coûts de transaction et crée des rentes pour les organisateurs de la fraude), en rehaussant les taxes sur les titres étrangers non abonnés, en refusant à la coulisse l'autorisation de les coter⁸¹, l'État crée à la fois une inégalité entre ceux qui ont accès à ces placements et les épargnants ordinaires, et surtout une incitation au placement à court terme, le moins repérable, ou à des spéculations créatrices d'une grande instabilité sur le change.

L'interdiction des émissions étrangères n'a donc pas empêché les placements extérieurs ; étant donné les montants estimés pour les excédents de capitaux, il est même probable qu'elle ne les a pas freinés, mais les a rendu instables et dangereux pour la monnaie française. Dominés par un petit nombre d'acteurs (essentiellement les grands capitalistes et les grandes banques) particulièrement sensibles à la situation budgétaire et fiscale, ces placements sont au cœur de la chute du franc de 1924-1926 et des difficultés que rencontrent les gouvernements pour limiter l'inflation.

Paradoxalement, il apparaît ainsi qu'une restriction qui s'explique surtout par la crainte qu'avait l'État de voir détournés du marché les capitaux nécessaires à ses propres émissions, a eu pour effet de rendre plus difficile son propre financement. Une vraie stabilisation dès 1921, jointe à un effort fiscal et à une libéralisation des prêts à l'étranger, auraient évité des années de fuite devant la monnaie et d'instabilité financière et politique qui bénéficièrent aux

⁸⁰ Ces *brokers* se sont installés dès le début des années 1920, en particulier dans les beaux quartiers de la capitale ; huit d'entre eux se retirent en 1929-30 quand les affaires deviennent rares (renseignement communiqué par A. Strauss).

⁸¹ L'hostilité des pouvoirs publics envers toutes les opérations boursières qui risquent d'amener des exportations de capitaux est durable puisqu'en 1926 encore, le Ministère des finances impose la cessation de la négociation en coulisse de valeurs étrangères non abonnés (Assemblée générale ordinaire du 26 janvier 1927 du Syndicat des banquiers en valeur au comptant, archives de la SBF, carton JA 27). La liberté d'émission de valeurs étrangères n'est rétablie qu'en septembre 1933, et ne durera guère.

capitalistes capables de réaliser des opérations à l'étranger aux dépens de la majorité des épargnants. On s'est trompé de cible en croyant que seuls les petits épargnants souhaitaient placer leur argent à l'étranger, ou que les grandes banques n'organisaient les émissions russes ou argentines que pour des profits de commissions. L'inflation jointe à l'impossibilité de fermer réellement les frontières aux capitaux, ont fait payer la guerre aux moins habiles des détenteurs de capitaux, non à ceux qu'on prétendait empêcher de mettre leur argent à l'abri à l'étranger.

La brève reprise des émissions autorisées à la veille et au début de la grande crise ne permet pas au marché parisien de retrouver son animation antérieure à la guerre, ni au franc de retrouver un rôle durable de monnaie internationale, quelles que soient les ambitions momentanées des gouvernements en ce sens⁸². En effet, comme durant la période précédente mais en sens inverse, la situation du marché financier parisien est encore soumise aux flux de capitaux à court terme et se trouve donc au bord du déséquilibre. En effet, si les exportations de capitaux à long terme reposent entre 1927 et 1929 (voire 1930) sur un solide excédent courant (quoique dépendant des réparations), elles ne se poursuivent en 1931 et 1932 que grâce à des entrées (ou rapatriements) de capitaux à court terme attirés par un pays que la crise semble épargner. Il n'y a donc rien de surprenant à ce qu'après 1933 ces capitaux repartent quand la spéculation contre le franc reprend. L'absence d'une accumulation progressive d'actifs extérieurs à long terme distribués dans de larges couches de la population renforce alors de nouveau l'instabilité et l'impuissance des gouvernements. Le fait que durant tout l'entre-deux-guerres, à l'inverse de ce qui se passait au XIX^e siècle, l'essentiel des relations financières internationales de la France se déroule loin du marché des capitaux à long terme et en particulier de la Bourse a donc des conséquences macro-économiques considérables. Ceci a également des effets importants sur le fonctionnement du marché financier français, indépendamment de la disparition du rôle international de la place de Paris.

⁸² Dès la stabilisation légale du franc, le gouvernement (*cf.* Chéron, dans *L'Europe nouvelle*, du 11 janvier 1930) comme la Banque de France (*cf.* Laufenburger, 1940, 3^e partie, sect. 2, chap. 1) cherchent à développer à Paris un marché des acceptations internationales qui ne connaîtra qu'une existence limitée et éphémère en 1929-1931.

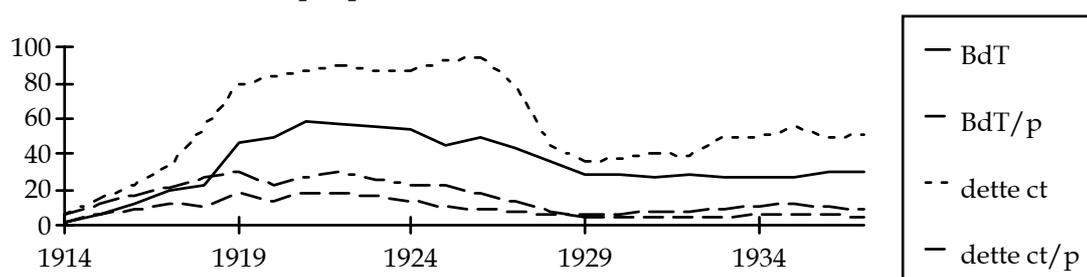
I. C. Transformations de l'équilibre du système financier

Les évolutions que nous venons de constater concernant la situation financière de l'État et celle de la balance des paiements ont des effets importants sur l'équilibre entre les différentes institutions financières (banques de dépôt, banques d'affaires, agents de change et coulissiers).

I. C. 1. Le poids de la dette flottante et ses effets sur le système bancaire

C'est en réalité non seulement le marché financier mais l'ensemble du système financier français qui est mobilisé au lendemain de la guerre pour subvenir aux besoins de l'État. Certes, la dette à long terme est d'abord souscrite par des particuliers et par des compagnies d'assurance, mais ceux-ci deviennent de plus en plus réticents devant les titres à revenu fixe du fait du maintien de l'inflation (*cf.* l'échec de l'emprunt Caillaux de 1925 malgré ses conditions très favorables). La part de la Caisse des dépôts dans la dette publique, considérable avant 1914, a faibli avec les ressources de cet organisme durant la guerre. Son passif ne représente plus qu'environ 16% de la dette publique à long terme en 1921, contre 36% en 1914, et ne remonte que lentement dans les années 1920 (23% en 1927). La Caisse est donc incapable de se substituer aux particuliers quand ceux-ci font défaut. Il en résulte que malgré ses efforts, l'État est dans l'incapacité de réduire la dette flottante massive constituée pour l'essentiel durant les années de l'immédiat après-guerre (graphique 7.5).

Graphique 7.5 : évolution de la dette à court terme



Légende : montant des bons du Trésor en circulation et montant total de la dette publique à court terme, en milliards de francs courants et de francs 1913. Source : P. Villa (1993).

Or cette dette à court terme (près de 85% du PIB en 1919, plus de 30% de l'ensemble de la dette publique jusqu'à 1926 inclus) est pour l'essentiel composée de bons du Trésor détenus par les banques⁸³. Le grand changement

⁸³ Il en était de même avant 1914, mais leur montant était très faible, car leur utilisation restait presque uniquement saisonnière.

consiste en ce que les bons du Trésor se substituent pendant la guerre et jusqu'à la stabilisation du franc à l'escompte d'effets de commerce comme emploi principal des banques. Selon Laufenburger (1940, II, p. 64ss), Bouvier (1980, p. 708) et Pose (1942), le portefeuille des banques comprend plus de 50% de bons du Trésor avant 1925 ; Dauphin-Meunier parle même de 80% dans certains cas (1936a, p. 130)⁸⁴. Cette détention massive des bons du Trésor par les banques met le gouvernement à leur merci (*cf.* les célèbres heurts d'É. Herriot avec le "mur d'argent") d'une manière d'autant plus satisfaisante pour les banques que la souscription des bons du Trésor est beaucoup plus rémunératrice pour elles que le placement de la rente, effectué pour l'essentiel par le Trésor lui-même⁸⁵.

Certes l'État n'est pas sans moyens de résister au chantage des banques, en particulier parce qu'elles ne sont pas forcément capables de substituer rapidement à ses bons des créances commerciales, ce qui rend la dépendance en partie réciproque. L'État affaiblit d'ailleurs les banques au lendemain de la guerre en multipliant les entités bancaires publiques et para-publiques (Banques populaires, Crédit agricole, Crédit national, Comptes chèques postaux) ou même en ouvrant directement les Comptes courants du Trésor, qui lui fournissent des liquidités importantes puisque leur passif s'élève à 11 milliards en juillet 1927 (Mogenet, 1963, p. 140, cité par J. Bouvier, 1972, p. 217). Ce n'est cependant qu'avec la stabilisation et le retour de la dette publique à un niveau supportable et crédible, que l'État s'affranchit de la tutelle des banques et parvient à consolider la plus grande part de la dette flottante.

Même alors, le retour à la belle époque n'est qu'apparent : des années 1920 demeurent une dette flottante élevée et un système bancaire affaibli dans ses ressources par la concurrence d'intermédiaires financiers publics en pleine croissance. Cet affaiblissement a des effets considérables sur le fonctionnement du marché financier.

⁸⁴ La baisse du montant des bons du Trésor en circulation ne les ramène à aucun moment à un niveau similaire à celui d'avant-guerre, et ils représenteront fréquemment plus de 25% des actifs bancaires jusqu'à leur remontée après 1932.

⁸⁵ B. Ducros (1952, pp. 90ss) raconte la transformation du Trésor de simple caisse de l'État en émetteur de bons en permanence, qui deviennent un mode de financement comme un autre de l'État. La faiblesse du Trésor vis-à-vis des banques vient de ce qu'il existe non des mises aux enchères des bons, mais des négociations directes avec les banques permettant à celles-ci d'exercer un chantage sur le montant qu'elles souscriront et d'encaisser des commissions importantes (*La Banque d'escompte*, s.d.) ; selon B. Ducros, les abus résultant de la coalition monopolistique des banques dans l'entre-deux-guerres expliqueraient la nationalisation des banques à la Libération.

I. C. 2. Recentrage sur les banques du marché financier

L'augmentation de la dette flottante et la disparition des émissions étrangères à long terme comme moyen d'équilibrer la balance des paiements ont pour effet de transformer les rapports entre le système bancaire et le marché boursier. On a vu qu'en l'absence d'émissions de titres, les exportations de capitaux se font plus obscurément par le biais d'intermédiaires multiples, au centre desquels se trouvent probablement les banques⁸⁶. De même, la détention de montants importants de bons du Trésor par les banques, combinée avec la dépréciation du franc entraîne un changement d'axe du système financier français. Le lieu principal où se déterminent les taux d'intérêt et où est assuré le maintien de la liquidité à court terme n'est plus la Bourse et le marché à terme sur la dette publique qui y régnait avant 1914, mais le marché des capitaux interbancaires à court terme.

Avant 1914, le marché à terme organisé par la coulisse de la rente assurait une forte liquidité à la dette publique et déterminait les conditions du crédit pour toute la place. Sa disparition prive les gros opérateurs d'un marché très liquide où placer des montants importants disponibles à court terme. Cette disparition résulte de la guerre : tout d'abord, travaillant avec des marges très étroites sur un marché où les fluctuations de cours étaient très faibles, nombre de coulissiers ont fait faillite en août 1914, incapables d'assurer le règlement des opérations à terme engagées après la chute massive des cours qui suivit la déclaration de guerre⁸⁷. Surtout, les marchés à terme furent alors interdits, pour ne rouvrir qu'en 1921, ce qui provoqua la dispersion de leurs participants, la perte des compétences accumulées et un vide dans le système financier qui ne pouvait pas ne pas être comblé⁸⁸.

De fait, en l'absence d'un marché à terme sur la rente pour placer les disponibilités à court terme, et d'un vaste marché des titres étrangers permettant l'ajustement en souplesse de la balance des paiements, de nouveaux

⁸⁶ Ce point est encore très mal connu, et seules des archives bancaires très riches permettraient peut-être de clarifier les méthodes utilisées et les montants concernés. Il est clair que les crédits interbancaires en devises, les opérations sur le marché des changes, probablement des *swaps* de devises ont connu un développement important. L'absence prolongée des pouvoirs publics et de la Banque de France elle-même sur les marchés des changes est bien résumée dans l'appel que doit faire en 1926 celle-ci à un spécialiste du Crédit lyonnais quand elle décide d'intervenir directement sur le marché des changes pour stabiliser le franc.

⁸⁷ L'État intervient d'ailleurs pour régler ce problème d'une importance financière considérable, et impose le partage des pertes entre les opérateurs. Le marché ne s'en remettra cependant pas.

⁸⁸ Cette disparition fut accélérée par la mise sous séquestre pendant la guerre des biens de plusieurs maisons de coulisse ayant des commanditaires étrangers (le règlement de la coulisse les interdira d'ailleurs en 1920).

marchés liquides et efficaces ont été organisés par les banques, marchés qui feront obstacle à la renaissance d'un véritable marché de gros en Bourse après 1921. Les banques ont en effet appris durant la guerre à opérer sur des flux de capitaux à court terme non directement commerciaux (à la différence des opérations sur le marché des acceptations d'avant guerre).

Le développement de ces opérations essentiellement interbancaires résulte également de la raréfaction par rapport à l'avant guerre des ressources normales des banques. Devant la concurrence des nouveaux intermédiaires financiers publics sur les dépôts, et les relations tendues avec la Banque de France qui développe son escompte direct⁸⁹, les banques s'organisent entre elles pour s'assurer mutuellement la liquidité nécessaire sans passer par l'escompte de la banque centrale. Le développement des nouvelles opérations sur le marché des changes et l'interbancaire résulte donc de cette contrainte de ressource.

Le développement des opérations sur le marché des changes découle principalement de l'apparition d'un risque de change qui n'existait pas avant la guerre. Les banques s'y adonnent aussi probablement avec l'espoir de retrouver des sources de profits élevés pour remplacer les "grandes affaires" d'avant-guerre (émissions étrangères et financement du négoce international en particulier), y compris au prix d'un risque plus élevé (mais largement invisible).

Dans ce contexte, le marché à terme de la rente que maintiennent les agents de change est plus un concurrent qu'un instrument utile pour les banques, d'autant plus que les coûts et les contraintes formelles de transaction qui l'affectent sont plus importants que ceux, quasi inexistantes, qu'elles affrontent sur le marché qu'elles ont mis en place. La chute dans les bilans bancaires des montants consacrés aux reports en Bourse est bien le signe de la désaffection des banques envers le marché à terme comme placement de court terme de leurs disponibilités : très importants avant 1914, ils disparaissent pratiquement durant l'entre-deux-guerres⁹⁰.

⁸⁹ Bouvier (1984) et Bouvier & al. (1980) insistent sur la croissance des postes "banques et correspondants" à l'actif comme au passif des banques par rapport à l'avant guerre ; Dauphin-Meunier (1936a, p. 138 et 1936b p. 166), et Charpenay (1939, pp. 110ss) soulignent la concurrence de la Banque de France pendant les années 1920 sur l'escompte aux particuliers et les relations difficiles qui en résultent avec les banques, les plus grandes d'entre elles évitant entièrement le recours au réescompte.

⁹⁰ Pour la Société générale, le Comptoir d'escompte, la Banque de Paris et des Pays-Bas et la Banque de l'union parisienne réunis, ils atteignent 292 millions en 1911 (soit probablement plus de 400 millions en incluant Crédit lyonnais et Crédit industriel et commercial) et seulement 107 millions en 1938, soit une baisse de 95% en francs constants, d'autant plus incontestable que la conjoncture boursière de 1938 est meilleure que celle de 1911 (Pose, 1939). Baldy (1922, p. 140) note cette baisse dès le début des années 1920, mais la relie plutôt à une moindre activité des

L'apparition d'une part importante de dette publique à court terme met donc durant l'entre-deux-guerres les banques, qui en sont les principaux détenteurs, au centre du système financier, par opposition à la domination du marché de la rente avant 1914. L'interdiction des émissions étrangères à long terme au profit d'opérations sur les marchés étrangers réalisées principalement par les banques a le même effet. Il en résulte une instabilité plus grande de la capacité d'endettement de l'État comme du marché des changes, et un affaiblissement considérable du marché boursier. C'est ce dernier élément que nous examinons maintenant.

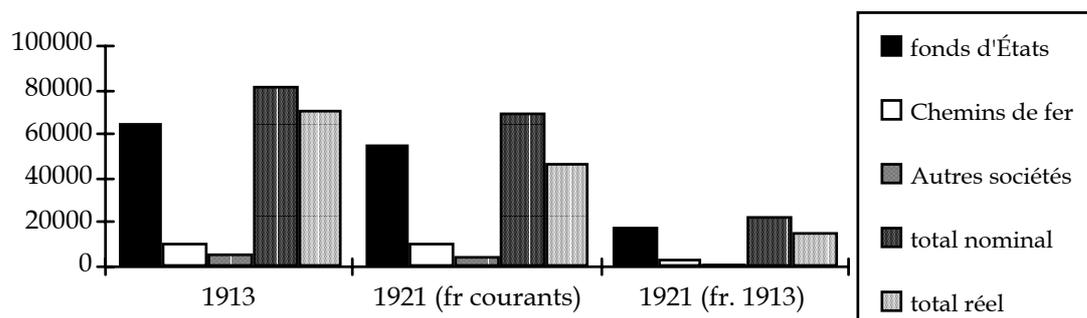
I. C. 3. Effets sur le marché boursier

Symétriquement à cette position centrale des banques (contrastant d'ailleurs singulièrement avec l'affaiblissement de leurs ressources), on constate un recul considérable du marché boursier.

On a vu que le marché à terme de la rente qu'animait la coulisse a disparu en 1914 et n'a pas retrouvé par la suite son activité antérieure. Il en est pratiquement de même du marché des titres étrangers, en coulisse comme au parquet.

L'appauvrissement de la cote par la perte des créances sur le reste du monde est en effet considérable, et même très supérieure à ce que semble indiquer la baisse, pourtant déjà massive en francs constants, de la capitalisation boursière des titres étrangers cotés (graphique 7.6).

Graphique 7.6 capitalisations des titres étrangers cotés à Paris



Légende : les montants sont mesurés par la valeur faciale des titres, sauf le "total réel" qui est évalué aux cours de Bourse.

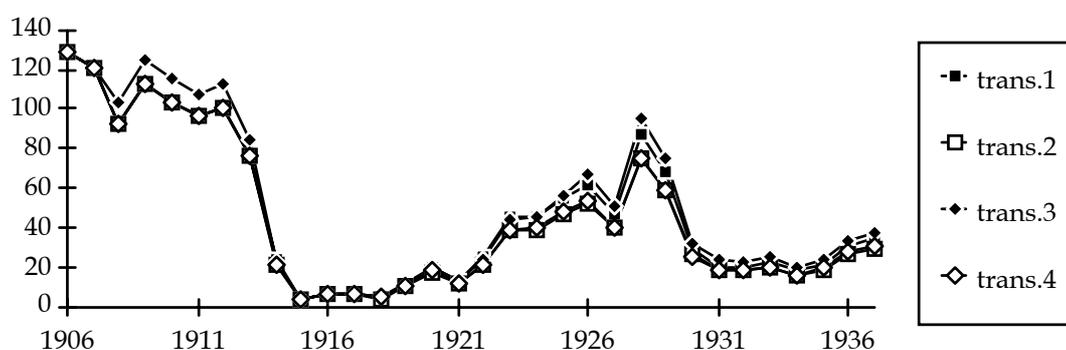
En effet, la Bourse réagit avec retard et maintient à la cote durablement de nombreux titres dont la valeur a fortement baissé (rentes de pays en faillite,

banques d'affaires sur les titres privés et au faible niveau des taux d'intérêts sur le marché des reports. On verra ci-dessous une interprétation complémentaire de cette baisse des reports.

titres de sociétés russes) (d'où une baisse moindre de la capitalisation nominale) et surtout dont la détention par des français a diminué ou même cessé. En coulisse, la capitalisation est encore moins significative qu'au parquet du fait que la plupart des titres n'ont pas été émis en France. Le nombre de titres cotés connaît une légère augmentation entre 1909 et 1922, mais la plupart des titres cotés en 1922 le sont déjà en 1909, ce qui laisse douter que de nouvelles cotations aient compensé les pertes qui ont probablement affecté ce marché comme le parquet⁹¹.

L'effet de la raréfaction des titres étrangers et de la disparition de la coulisse de la rente est considérable, comme l'indique la chute des transactions pendant la guerre et la lenteur de leur reprise en termes réels dans les années 1920 (graphique 7.7).

Graphique 7.7 : quatre estimations des transactions totale (en francs 1913)



Légende : ensemble des transactions réalisées sur les différents marchés français, en milliards de francs 1913. Méthode de calcul expliquée en annexe 6.2.

Or si avant la guerre les opérations sur la rente ne rapportaient qu'un faible revenu aux agents de change en raison de leur courtage très faible et de la domination de la coulisse en ce domaine⁹², ce n'était pas le cas de celles sur les valeurs étrangères, qui représentaient en 1906 les deux tiers environ des transactions totales (*cf. supra* tableau 6.8).

Les hausses de courtages (tableau 7.2) que les agents de change obtiennent des pouvoirs publics à l'occasion de la guerre ne suffisent pas à compenser cette chute, de sorte qu'agents de change comme coulissiers vont chercher à stimuler la reprise de l'activité durant les années 1920, y compris au détriment de la sécurité des placements de leurs clients.

⁹¹ La plus grande part de cette hausse a probablement eu lieu avant 1914. La détention par des français a certainement baissé comme au parquet.

⁹² C'est seulement par l'arbitrage et la prise de positions à terme que les coulissiers spécialistes gagnaient leur vie sur la rente.

Tableau 7.2 : variation des courtages au parquet

	Comptant		Terme	
	rentes	autres	rentes	autres
1914 (depuis 1898)	0,1	0,1	0,0025	0,1
Décret 10/8/1916	0,1	0,2	0,004	0,125
Décret 25/8/1919	0,15	0,3	0,004	0,125
Décret 29/3/1932	0,15	0,3	0,004	0,15
Décret 30/3/1934	0,15	0,3	0,005	0,2
Décret 28/3/1938	0,225	0,3	0,005	0,2

Légende : taux des courtages au parquet en pourcentage. *N.B.* : pour les rentes, il s'agit des rentes 3 et 3,5% ; le taux à terme des rentes 4, 4,5 et 5% passe à 0,006% en 1934

Les transformations produites par la guerre et les politiques économiques qui ont suivi affaiblissent donc fortement le rôle du marché financier dans l'économie française. Paradoxalement, cette évolution n'empêche pas la poursuite du développement du marché des titres des sociétés privées.

II. LE DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES TITRES PRIVÉS

Malgré le contexte macro-économique radicalement bouleversé que l'on vient de décrire, les entreprises privées continuent après 1918 à accéder au marché aussi facilement, voire davantage qu'auparavant. On a vu que ce contexte entraînait des changements importants dans les rapports des différents éléments du système financier. Il convient maintenant, pour comprendre les raisons du développement du marché des titres privés, d'étudier l'impact direct et indirect de ces changements sur ce segment du marché. Cet impact est perceptible sur tous les acteurs : épargnants, banques, agents de change et coulissiers, et entreprises.

On a vu dans les chapitres précédents que la raison majeure de l'augmentation des émissions de titres des entreprises est l'augmentation de leurs besoins de financement externe dans une période où l'autofinancement est insuffisant par rapport aux besoins de la reconstruction puis à ceux d'un investissement en forte croissance. Pour les épargnants, la motivation essentielle semble être la protection qu'offre le marché des actions contre l'inflation. Enfin, l'expansion de ce marché permet aux intermédiaires financiers de compenser la baisse de revenu qui les affecte sur d'autres pans de leurs activités. Tous ces intermédiaires ne sont cependant pas sur le même plan, et

leur concurrence explique en partie le développement mal contrôlé du marché. On reprend ci-dessous ces différents éléments.

II. A. Inflation et changement de comportement du public

II. A. 1. Élargissement du public

Le contexte macro-économique des années qui suivent la guerre pousse les épargnants à se tourner vers les actions. On peut y trouver essentiellement trois raisons. La principale est, on l'a vu, la fuite devant la monnaie⁹³. L'extension de celle-ci à une large population est confirmée par la faiblesse des dépôts à vue dans les banques jusqu'à la stabilisation. La deuxième raison est la restructuration de portefeuilles saturés en titres publics (rentes, mais aussi emprunts du Crédit national ou du Crédit foncier). La dernière est l'absence d'autres placements possibles, du fait en particulier du blocage des loyers.

Cette réorientation d'une population d'épargnants qui avaient toujours eu jusqu'alors une préférence pour les titres à revenus fixes modifie profondément le marché parisien. L'essentiel est le passage d'une détention d'actions réservée à une élite encore restreinte à une diffusion beaucoup plus large. Il semble que la guerre ait réduit la puissance financière de la catégorie des gros porteurs d'avant 1914. Selon Dauphin-Meunier, pourtant peu soupçonnable d'apitoiement envers la grande bourgeoisie d'affaires, "les troubles monétaires [...] ont réduit, voire anéanti, la classes des gros capitalistes, souscripteurs de placements à long terme, clients des banques d'affaires" (1936a, p. 122). Dans le même temps le nombre de petits actionnaires augmente, les anciens porteurs d'obligations cherchant la protection des valeurs réelles contre la dépréciation monétaire. Cette augmentation du nombre de détenteurs d'actions est certes difficile à mesurer du fait que la plupart sont au porteur et de l'absence pour l'entre-deux-guerres d'enquête comparable à celle d'A. Daumard ; la plupart des auteurs considèrent cependant cette augmentation comme importante.

On connaît l'actionnariat de quelques sociétés à titres nominatifs, qui devraient avoir de ce fait moins d'actionnaires que leurs équivalentes à titres au porteur. En dehors même des grandes compagnies de chemins de fer dont les actionnaires sont nombreux dès le début du siècle, on recense 150.000 actionnaires au Bon marché et à la Société générale, et 105.000 aux mines de Lens à la fin de la seconde guerre mondiale. Dans le dernier cas, la répartition

⁹³ Laufenburger, à propos de ces années, affirme que "chez nous, l'achat d'actions est considéré comme une tentative de fuir devant la monnaie et de rechercher des valeurs réelles" (1940, I, p. 162).

des actions est suffisamment égalitaire pour que les actionnaires détenant plus de 500 actions ne réunissent que 14% du capital (Favre, 1945, p. 140). Au début des années 1930, les deux tiers du capital de la Banque de France ou du Crédit foncier sont détenus par de petits actionnaires (possédant une ou deux actions dans le premier cas, moins de 10 dans le second), et la Société générale a 130.000 actionnaires (Rebotier, 1935, p. 237). Si ces quelques exemples ne sont pas représentatifs de l'ensemble des sociétés cotées, ils semblent indiquer que le nombre de détenteurs d'actions a dépassé les limites de la bourgeoisie aisée à laquelle il se limitait encore pour l'essentiel en 1914.

Le nombre de porteurs de rentes a certainement fortement augmenté du fait de la guerre et de ses nombreux emprunts patriotiques (d'autant plus volontiers souscrits que les pénuries empêchent d'employer aisément des revenus monétaires souvent accrus, même dans des catégories sociales assez modestes). Le premier pas vers la détention de titres franchi, il est probable que ces nouveaux venus restent en Bourse, et se reportent comme les autres vers les actions. En témoignent le succès d'abuseurs de la naïveté du public comme Marthe Hanau (dont la *Gazette du franc* tire à 40.000 exemplaires, et dont les activités de placement s'appuient sur 400 succursales dans toute la France), et le nombre des journaux financiers (plus de 200 enregistrés dans l'*Annuaire général de la presse française* à toute date de cette période, et des évaluations allant jusqu'à 800, cf. J.-N. Jeanneney, 1981).

La multiplication des actions de faible montant nominal, et même le simple maintien, malgré l'inflation, des valeurs faciales typiques de l'avant-guerre (500 francs⁹⁴) lors des émissions ou des introductions de sociétés nouvelles, signalent également un effort des entreprises pour élargir l'accès à leurs titres des épargnants relativement peu fortunés. On constate un tel mouvement partout où on peut le mesurer ; ainsi, à Lyon, la valeur réelle moyenne des titres cotés est divisée par 3,7 entre 1914 et 1928, tandis qu'elle l'est par plus de 12 à Lille, où dominaient encore avant 1914 les sociétés de charbonnages aux titres souvent très concentrés, qui ont dû avoir recours au marché après la guerre (tableau 7.3). Cet effort a d'autant plus de chances d'être efficace qu'il permet à ces épargnants de diversifier leur portefeuille, ce qui ne leur était pas possible avec des titres très chers⁹⁵.

⁹⁴ Les obligations de 1000 francs ne deviennent le modèle dominant qu'en 1929-1930, quand la stabilisation rend les entreprises moins dépendantes de petits souscripteurs. Ce montant ne représente encore en francs constants que 40% de celui des titres ordinaire d'avant-guerre.

⁹⁵ En 1914, certaines actions (Banque de France, grandes compagnies d'assurance, vieilles sociétés industrielles, en particulier parmi les houillères) pouvaient atteindre des prix très élevés, supérieurs à 5000, voire à 10000 francs (à comparer à un PIB annuel par habitant inférieur à 1000 francs).

Tableau 7.3 : valeur individuelle des titres cotés à Lille et à Lyon

	Lyon			Lille		
	1900	1914	1928	1900	1914	1928
Nombre de valeurs	104	147	277	nd	nd	nd
Nombre de titres (millions)	3,15	4,525	23,045	0,935	4,065	28,62
Valeur nominale (millions de fr.)	950	1350	4945	286	1063	1055
Valeur boursière (millions de fr.)	1750	3150	24065	1766	3571	28091
Valeur boursière réelle (millions fr. 1913)	2011	3150	4360	2030	3571	5089
Valeur nominale/titre (francs)	301,6	298,3	214,6	305,9	261,5	36,9
Valeur boursière/titre (francs)	555,6	696,1	1044,3	1888,8	878,5	981,5
Valeur boursière réelle/titre (francs 1913)	638,6	696,1	189,2	2171	878,5	177,8

Source : François-Marsal, 1928-31.

Cet élargissement de la demande du grand public vers les titres privés et en particulier vers le marché des actions relève d'une tentative de se protéger contre le risque monétaire ; il ne correspond donc pas à une augmentation du goût des épargnants pour le risque. En revanche, il correspond de leur part à un changement de comportement, puisqu'au lieu de considérer le dividende comme le critère principal du jugement porté sur une action, ils y ajoutent désormais les plus-values (*cf.* chapitre 5).

Le passage de portefeuilles obligataires à des portefeuilles composés pour une large part d'actions implique des réallocations plus fréquentes et donc un plus grand nombre de transactions, portant souvent sur de petits montants. Ce changement par rapport à un marché des actions dominé, avant-guerre, par un petit nombre d'opérateurs se traduit par une saturation de la Bourse, des retards de livraison de titres et une multiplication des conflits entre confrères liés à l'engorgement des procédures de règlement⁹⁶. Or on a vu que l'activité totale réelle du marché n'a pas augmenté par rapport à l'avant guerre. Si les intermédiaires ne sont pas capables de faire face aux opérations, c'est parce que leur clientèle a changé, qu'au lieu d'un nombre relativement réduit de gros ordres, elle doit traiter désormais un très grand nombre de petits ordres. Le fait que ce phénomène se produise même en coulisse, marché traditionnellement réservé aux gros opérateurs, montre l'importance de la diffusion des actions.

⁹⁶ Les commentaires sur ces situations abondent dans les rapports annuels de la coulisse (rapports aux Assemblées générales du 23 janvier 1925, 25 janvier 1926 et 26 janvier 1927 du syndicat des banquiers en valeur au comptant, archives de la SBF, carton JA 27). La cote officielle n'est d'ailleurs pas en reste puisqu'elle se permet de fermer une journée en 1928 pour éponger les ordres qui engorgent les charges.

II. A. 2. Une augmentation de l'instabilité du marché ?

Même si l'essentiel est bien l'augmentation du nombre d'épargnants, il est possible que la diffusion de comportements spéculatifs ait des conséquences sur le marché. Un grand nombre de témoignages contemporains vont en ce sens. Ainsi, même si le passage d'une gestion passive à une gestion plus active est la conséquence presque nécessaire de l'intégration d'actions à de petits portefeuilles autrefois entièrement obligataires, il est cependant considéré comme spéculatif par les contemporains, en particulier quand il est le fait des épargnants moyens et non des gros portefeuilles (Cauboue⁹⁷, 1942). Presque tous les auteurs associent systématiquement l'élargissement du public à une augmentation de la spéculation, à la domination du court terme et à une forte instabilité des cours⁹⁸.

Naturellement, par rapport aux valeurs dominantes d'un monde de prix fixes comme celui de la belle époque, la simple intégration de plus-values potentielles dans le rendement attendu normalement des actions est vue comme spéculative par nombre d'observateurs contemporains. D'autre part, la spéculation, si l'on nomme ainsi la réallocation de portefeuilles en vue de la réalisation de plus-values, est un comportement fréquent et ancien chez les gros opérateurs du marché des actions. Les coulissiers ne s'en plaignent que parce qu'elle est le fait de petits porteurs qui engorgent leur capacité de traitement, augmentent la part des coûts de transaction dans le chiffre d'affaires et diminuent donc les profits par rapport à la clientèle à laquelle ils étaient habitués avant guerre. Quant aux autres contemporains, leur témoignage est souvent postérieur à la crise, donc soupçonné de chercher à l'expliquer *a posteriori*, ou chargé d'intentions moralisatrices.

Cependant, il reste que dès les années 1920 les coulissiers établissent directement un lien entre le développement des transactions et une spéculation accrue⁹⁹, et expriment des craintes sur la stabilité du marché. Ils jugent que les nouveaux actionnaires se distinguent des anciens par leur information inférieure, leur inexpérience du marché, et leur méconnaissance des mécanismes du marché à terme qui amène la concentration de leurs ordres au

⁹⁷ Directeur-général de la Société parisienne de banque, Cauboue est un observateur lucide, qui n'est ni acquis aux idées socialistes très critiques envers le milieu bancaire d'un Dauphin-Meunier, ni désireux de présenter une image lénifiante et idéalisée de banquiers dévoués exclusivement au service de leur clientèle comme parfois Laufenburger.

⁹⁸ Dauphin-Meunier parle de "boursicotage" généralisé pour caractériser les années 1920 (1936a, p. 12). Cauboue compare la "nervosité des petits porteurs" (1942, p. 274), à l'intervention plus stabilisatrice des professionnels ; A. Sauvy va dans le même sens (1984, III, pp. 113ss).

⁹⁹ Cf. les références citées note 27.

comptant. De fait, même si les parts respectives des opérations au comptant et à terme sont mal connues, on peut montrer (tableau 7.4) que la part du comptant augmente fortement par rapport à l'avant guerre¹⁰⁰, ce que confirment les témoignages des contemporains.

Tableau 7.4 : part des différentes opérations dans les transactions en 1931

	Impôt			Transactions		
	montant	%	[1906]	montant	%	[1906]
Comptant	49042	63%	26%	32021	38%	21%
Terme	16619	21%	47%	22945	27%	37%
Reports	12092	16%	27%	28792	34%	41%
Total	77753	100%	100%	83757	100%	100%

Légende : les montants des impôts sont en milliers de francs, et ceux des transactions en millions. La colonne 1906 est fournie pour comparaison. Le montant est calculé en supposant que les opérations de chaque type (comptant, terme et reports) se répartissent entre rentes et autres valeurs comme les seules valeurs françaises en 1906 (le résultat est très similaire si on suppose qu'ils se répartissent comme l'ensemble des valeurs cotées en 1906). Cette hypothèse est généreuse pour le terme et les reports car la part de la rente (moins imposée) a probablement diminué (*cf.* texte). Source pour 1931 : Archives du SAEF, dossier 43.347/2. ; pour 1906, *cf. supra*.

Ces divers éléments ont un effet déstabilisateur sur le marché, plus particulièrement le recul des opérations à terme puisqu'il entraîne une baisse de la capacité adaptatrice du marché¹⁰¹. Il est donc possible que l'on voie le passage d'une spéculation stabilisatrice, réalisée traditionnellement par les gros porteurs bien informés dominant la cote, à une spéculation déstabilisatrice résultant de l'entrée massive sur le marché d'épargnants moins informés et davantage sujets aux phénomènes de panique.

II. A. 3. Développement des participations entre sociétés

Cette instabilité est certainement renforcée par le développement dans les années 1920 des participations entre sociétés. En effet, d'une part les prises de participations par achats en Bourse tendent à faire monter les cours d'autant

¹⁰⁰ Le développement des achats de rentes par la Caisse des dépôts et la disparition de la coulisse de la rente (qui assurait l'essentiel des opérations à terme) tendent à faire penser que la part de la rente (moins imposée) dans les opérations à terme et les reports est plus faible que ce que supposent ces calculs, donc que les transactions à terme et les reports sont encore plus faibles que ce qu'ils indiquent. La forte augmentation des opérations au comptant corrélative explique d'ailleurs largement (indépendamment de la taille des ordres individuels) l'engorgement des transactions en Bourse signalé plus haut.

¹⁰¹ Les préventions contre le marché à terme subsistent à l'époque dans le public, de sorte que peu d'observateurs regrettent son déclin ; sa capacité de stabilisation n'en est pas moins déterminante.

plus qu'une prise de contrôle permettrait de réaliser des gains d'exploitation ou de monopole irréalisables par les entreprises concernées prises séparément (grâce à des externalités positives) ; d'autre part, en diminuant le flottant des titres en question, les participations risquent d'augmenter la volatilité de leurs cours.

Les participations visant la prise de contrôle de sociétés existantes se multiplient à la fin des années 1920, comme en témoigne la diffusion de méthodes de défense des dirigeants des sociétés potentiellement visées comme les actions à vote plural (*cf.* chapitre 5). Il semble cependant que les participations soient réalisées en général par consentement mutuel. Elles correspondent à la construction de réseaux d'entreprises destinés à permettre l'intégration de production réalisée à l'étranger au sein de grandes entreprises (auxquelles s'oppose l'individualisme du patronat français¹⁰²). L'effet sur le marché boursier risque donc plutôt d'être une baisse de liquidité et une instabilité accrue. Cet effet est vraisemblablement très fort dans certains secteurs étant donné l'importance prise par ces réseaux de participations.

En effet, selon des données partielles réunies par Denuc pour 101 grandes sociétés (tableau 7.5) et Rebotier (tableau 7.6), et quelles que soient les hypothèses adoptées pour leur interprétation¹⁰³, les participations augmentent fortement dans l'entre-deux-guerres. Ce mouvement est particulièrement important dans des secteurs modernes comme la chimie et l'électricité (elles sont d'ailleurs importantes dès l'origine dans ce dernier secteur), mais aussi la métallurgie, les mines métalliques, l'alimentation et les grands magasins.

¹⁰² C'est du moins la thèse habituelle, que soutient par exemple Baldy (1922, pp. 200ss) quand il plaide pour la structure de l'omnium (donc des participations). On a vu au chapitre 5 que les raisons fiscales jouaient certainement un grand rôle dans la rareté des fusions.

¹⁰³ Il est très difficile d'estimer l'importance réelle des participations détenues par les entreprises car 1°) les données bilantielles n'ont pas été réunies de manière utilisable, 2°) les méthodes de comptabilisation ne sont pas fournies dans les bilans, et 3°) les participations n'y sont pas nécessairement séparées d'actifs beaucoup plus liquides (crédits fournisseurs, bons du Trésor...). On a supposé que les données fournies ne comportaient que des participations, et on a estimé leur valeur de marché dans les trois hypothèses possibles sur leur méthode de comptabilisation : prix d'achat, valeur nominale ou valeur de marché (dans l'ordre de probabilité décroissante).

Tableau 7.5 : participations des principales sociétés en 1911 et 1936

	nombre sociétés	en 1911		en 1936	
		particip.	capital	particip.	capital
Banques	6	158,5	195	1005,1	890
Parisienne de tramways	1	36,6	50	40,4	100
C Gle Transatlantique	1	0	39	42,8	216
Canal de Suez	1	59	200	862	200
Eaux	2	0	58	537,3	346
Gaz	5	46,7	108	423,7	621
Électricité	28	129,3	315	3814,4	4526
Charbonnages	9	0	0	936,1	1525
Mines métalliques	3	12,5	35,5	299,2	429
Chimie	9	9,5	60	1634,4	1459
Automobile	2	0	0	199,4	340
Métallurgie	8	5,9	35	602,8	893
Mécanique	8	25	80	737,9	712
Pétroles	8	0	0	1172,5	1291
Communication	2	0	0	60,7	160
Textile	2	0	0	205,4	322
Alimentation	2	0,2	38,3	125,5	174,5
Grands magasins	4	4,5	91,5	317,2	364
Total	101	487,7	1305,3	13016,8	14568,5

Légende : tous les montants sont en millions de francs courants. Source : Denuc (1939). *N.B.* : L'auteur signale qu'un certain nombre de sociétés importantes sont absentes de ce panel par manque d'information (Wendel, Marine & Homécourt, Galeries Lafayette). Un certain nombre des sociétés comptabilisées n'existaient pas encore en 1911 (ainsi 3 des banques, totalisant 409 millions de participations en 1936, n'existaient pas en 1911).

Tableau 7.6 : participations de quelques sociétés en 1932

	capital	titres
Thomson-Houston	440	315,4
contrôle: Soc centrale pour l'ind électrique	100	141,2
CGE	174	377,5
contrôle : Union houillère et électrique	154	173,3
Union électrique et financière	60	56,7
Les exploitations électriques	45	80
Applications industrielles	47	124,3
Société d'éclairage et de force	60	90,4
Union des mines	135	207,3
Association minière	27	12,93
Soc gle des mines d'Algérie-Tunisie	7,5	10,53
Omnium lyonnais	20	22,34
parisienne pour l'ind des cdf et des tram.	100	125,3
Omnium internat des pétroles	60	75,8
CFP	475	308,6
Union européenne	140	211
Soc financière française et coloniale	96	69,4
Soc. financière d'exploitation industrielle	35	67,2
Lyonnaise des eaux	175	1178,4
Centrale de dynamite	15,4	37,3
Soc fin. internat de la soie artificielle	230	146,5
Total	2595,9	3831,4

Légende : capital nominal et poste "titres et participations" du bilan des sociétés mentionnées, en millions de francs. Source : Rebotier (1935, p. 82).

Les participations des banques d'affaires augmentent plus lentement que les autres, mais leur statut est différent (*cf. infra*). Dans la plupart des secteurs industriels, on peut supposer que les participations sont principalement détenues au sein du secteur, et une estimation sommaire permet de constater que les participations des entreprises considérées représentent une part considérable et fortement croissante de la capitalisation boursière dans tous les secteurs entre 1913 et 1936 (tableau 7.7)¹⁰⁴.

¹⁰⁴ Naturellement, les comparaisons avec la capitalisation boursière ne sont qu'indicatives, car 1°) les entreprises détenant les participations sont parfois incluses elles-mêmes dans cette capitalisation (ce qui ne peut être exclu car la même entreprise peut se trouver à divers niveaux d'une pyramide de participations) ; 2°) elles détiennent souvent des participations dans des entreprises non cotées ou appartenant à d'autres secteurs ; 3°) les différentes hypothèses retenues fournissent des résultats très différents. Ceci ne semble pas remettre en cause la tendance que nous constatons.

Tableau 7.7 : estimation du poids des participations dans la capitalisation de certains secteurs, et de leur croissance entre 1913 et 1936

	hypothèse 0		hypothèse 1		hypothèse 2		volume en 1936 (1913=100)		
	1913	1936	1913	1936	1913	1936	hyp. 0	hyp. 1	hyp. 2
Banques	3,20	11,24	3,20	7,29	7,83	26	135	87	127
Eaux	0	32,16							
Gaz	10,13	13,41	10,13	14,99	16,51	51,25	193	215	452
Électricité	11,21	36,92	11,21	20,06	19,51	77,79	626	340	758
Charbonnages	0	21,43	0	6,94	0	40,14			
Mines métalliques	32,8	310,8	32,8	108,2	32,47	216,5	508	177	358
Chimie	2,01	27,91	2,01	12,81	5,86	86,39	3653	1676	3886
Métallurgie	0,61	25,49	0,61	7,97	1,93	31,82	2169	678	860
Mécanique	5,61	58,37	5,61	27,27	10,99	70,11	627	293	384
Pétroles	0	132,5							
Textile	0	17,24	0	3,14	0	14,24			
Alimentation	0,09	4,90	0,09	2,67	0,16	12,36	13323	7274	18183
Grands magasins	1,33	25,21	1,33	12,96	2,415	63,67	1497	770	2089
Total	3,591	23,62	3,59	11,45	8,80	47,59	567	275	466

Légende : importance des participations par rapport au capital nominal des sociétés (en %), et indice de la croissance en volume des participations. Calculs effectués à partir des données de Denuc (1939) reprises au tableau 7.5. Les différentes hypothèses proposées sont les suivantes.

L'hypothèse 0 est que les valeurs des participations fournies par Denuc sont des valeurs de marché ; l'hypothèse 1 est qu'elles sont fondées sur les prix d'achats ; l'hypothèse 2 qu'elles le sont sur les valeurs nominales des titres détenus. Dans l'hypothèse 1, on suppose en outre que les participations détenues en 1936 sont celles détenues en 1911 auxquelles s'ajoutent d'autres achetées postérieurement ; on considère que les premières sont à leur prix d'achat en 1913, et les autres à leur prix d'achat, supposé en moyenne en 1928. Dans l'hypothèse 2, on applique un coefficient capitalisation boursière/nominale sectoriel (tiré de nos données) pour estimer la valeur des participations à chaque date (en assimilant 1911 à 1913), puis on suppose comme dans l'hypothèse 1 que les participations de 1936 sont celles de 1911 auxquelles s'ajoutent d'autres achetées en moyenne en 1928. L'utilisation des coefficients capitalisation boursière/nominale sectoriels revient à supposer que les entreprises de chaque secteur détiennent principalement des participations au sein de leur secteur ; cette hypothèse ne semble injustifiable que pour les banques (d'où l'utilisation des indices généraux dans ce cas). Pour les taux de croissance en volume, on retient l'indice des prix à la consommation base 100 en 1913, soit 1936=4,71.

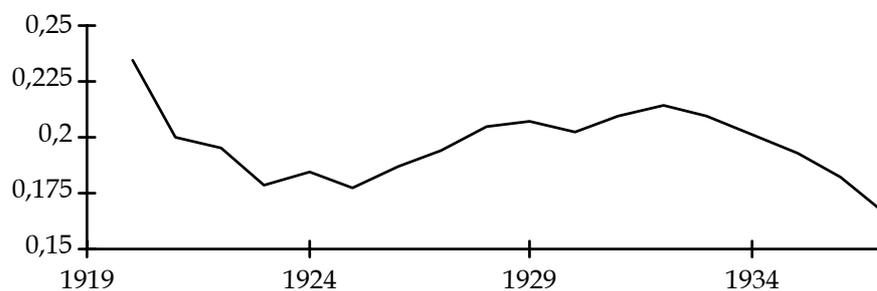
Les hypothèses retenues font de l'hypothèse 1 un minimum et de l'hypothèse 2 un maximum des participations. Le secteur retenu pour les indices et les capitalisations boursières est le même quand il existe dans les statistiques de la SGF (indices de cours) ou les nôtres (capitalisations), d'où quelques absences. La totalité du parquet est retenue pour les banques d'affaires. L'indice de cours des industries diverses est retenu pour l'alimentation, la moyenne des mines du nord et de la Loire pour les houillères.

Les acteurs du marché ont donc beaucoup changé par rapport à 1913. À cette époque, le marché des actions était dominé par un petit nombre de gros capitalistes très actifs laissant une place mineure à des épargnants plus passifs. Désormais, ces derniers ont adopté un comportement plus dynamique, tandis que les premiers se raréfient, au profit d'un développement des participations entre sociétés ; avec cette différence que celles-ci immobilisent les titres et diminuent donc l'activité du marché. En bref, on est passé d'un marché de petits porteurs passifs et de gros capitalistes actifs à un marché de petits dynamiques et de gros passifs. Cette conclusion est renforcée lorsqu'on observe l'activité des banques.

II. B. L'accès à la cote des sociétés privées : le rôle des banques

Le système bancaire sort fortement affaibli de la guerre et des années d'inflation. Ses dépôts ont beaucoup diminué en volume (graphique 7.8) du fait de la part croissante prise par les caisses d'épargne et autres intermédiaires financiers publics (qui placent leurs ressources en rente et titres publics), mais aussi de la fuite devant la monnaie.

Graphique 7.8 : dépôts bancaires en pourcentage du PIB



Source : P. Villa (1993).

Durant ces années, les banques consacrent une part importante de leurs ressources aux bons du Trésor, qui leur fournissent un placement plus sûr et aussi rémunérateur que l'escompte. La baisse de leurs capacités de crédit qui en résulte ne semble pas nuire aux entreprises, dont les besoins de financement à court terme diminuent (car l'inflation résout l'essentiel de leurs difficultés de trésorerie). En revanche, le développement des besoins à long terme des entreprises se heurte à des banques (y compris les banques d'affaires) incapables de les satisfaire directement par des prises de participation ou des crédits à long terme. L'organisation systématique d'émissions sur le marché est la seule solution, et elle est poussée bien au delà des sociétés auxquelles elle paraissait réservée avant-guerre.

Avant 1914, l'étroitesse du public intéressé empêchait le développement de cette activité au delà soit des entreprises de grande taille françaises ou étrangères soutenues par les banques d'affaires (Baldy, 1922, p. 201), soit des sociétés très prometteuses introduites par la coulisse auprès d'un petit nombre de capitalistes fortunés. Avec l'élargissement du public intéressé, le placement des titres privés peut trouver un nouveau souffle. La concentration industrielle y contribue également en augmentant la taille des émissions des grandes sociétés (Rebotier, 1935, p. 231). Cependant, ce développement ne consiste pas

en une simple croissance homothétique par rapport à l'avant-guerre, mais entraîne des modifications des rôles des différents éléments du système bancaire.

II. B. 1. Concurrence entre banques de dépôt et banques d'affaires

Tout d'abord, le rôle des banques de dépôt se développe. Elles seules sont en effet capables de s'adresser à la clientèle agrandie des titres privés (qu'elles contribuent d'ailleurs à élargir). Elles deviennent donc indispensables au placement des émissions importantes, dont elles évincent banques d'affaires et coulissiers (Dauphin-Meunier, 1936a, pp. 66ss, Pose, 1942, I, pp. 338ss)¹⁰⁵. Ainsi, selon Pose, "avant la guerre, les banques d'affaires avaient dans la Bourse un débouché souvent très large. Sans doute, elles devaient recourir aux guichets des établissements de crédit [...], mais il était possible de trouver en Bourse des preneurs pour des paquets importants" (1939, p. 336).

Devenant l'élément essentiel du succès, les banques de dépôt peuvent imposer des procédures d'émission qui leur réservent l'essentiel des profits, au détriment des spécialistes traditionnels. Alors que l'activité traditionnelle des banques d'affaires consistait à organiser une émission (depuis la définition des conditions jusqu'à la publicité) en garantissant seulement la prise des titres non écoulés (une procédure proche de l'*underwriting* anglais), l'entre-deux-guerres voit le développement de la procédure de prise ferme¹⁰⁶, qui requiert des capitaux trop importants pour qu'elles puissent la pratiquer systématiquement. Cette procédure se développe sous l'influence des banques de dépôts, qui ont suffisamment d'influence sur les portefeuilles de leurs clients pour être pratiquement assurées du succès des opérations qu'elles dirigent (Ducros, 1952, pp. 90ss, Rebotier, 1935, p. 169).

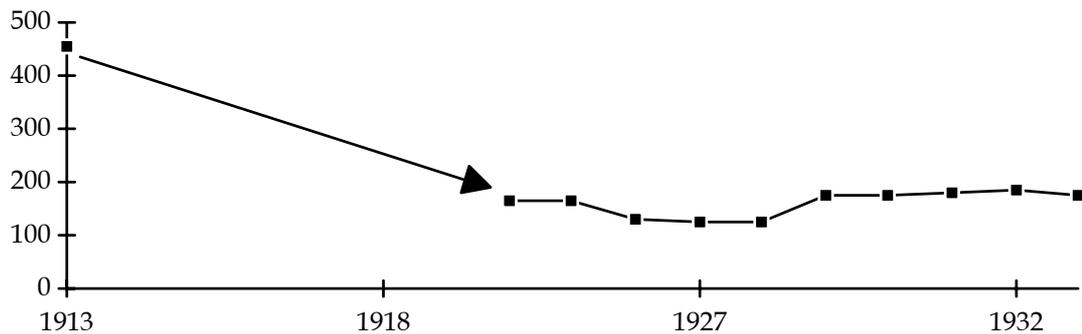
Les banques d'affaires sortent plus affaiblies de la guerre que les banques de dépôts, à la fois du fait du recul de leur activité étrangère¹⁰⁷ et de celui de leurs ressources (graphique 7.9).

¹⁰⁵ On verra plus loin que les coulissiers ainsi concurrencés se replient vers l'introduction de sociétés et d'émissions toujours plus petites sur le marché.

¹⁰⁶ Sur les méthodes d'émission et de placement, cf. les nombreuses descriptions contemporaines synthétisées dans Nakayama (1982, p. 70-81).

¹⁰⁷ L'importance des activités à l'étranger des banques d'affaires est une de leurs caractéristiques majeures durant toute notre période. Mais la guerre entraîne, comme pour tous les avoirs à l'étranger, un fort recul (par exemple, ces banques étaient très engagées dans les grandes sociétés métallurgiques russes). Sur ces engagements, cf. Rebotier (1935, pp. 38ss) et Bussière (1992 a & b). Ce dernier montre ainsi que les opérations françaises occupent une part

Graphique 7.9 : fonds propres des trois principales banques d'affaires (1913-1933)



Légende : fonds propres de la Banque de Paris et des Pays-Bas, de la Banque de l'union parisienne et du Crédit mobilier (ce dernier a disparu en 1932), en millions de francs 1913. Source : Rebotier (1935, p.65). Les données pour les années 1914 à 1919 sont absentes.

Elles renoncent souvent à leur spécificité en développant une activité d'escompte (Rebotier, 1935, chap. 3), et ne parviennent pas à soutenir la concurrence avec les banques de dépôts sur les grandes émissions à cause de la faiblesse de leurs capitaux propres. Tout en continuant d'assurer dans nombre de cas l'organisation des émissions de grandes sociétés avec lesquelles elles ont gardé des liens étroits (le placement étant confié aux banques de dépôt), elles se reportent vers l'introduction en Bourse et le développement d'entreprises de plus petite taille. Cette activité convient bien à leur capacité supérieure d'analyse par rapport aux banques de dépôt, tandis que les réseaux de celles-ci sont inutiles pour les petits placements. Mais animer leurs équipes et maintenir leur activité avec de telles sociétés implique un démarchage intensif des sociétés potentiellement intéressées¹⁰⁸, ce qui explique en partie la multiplication des admissions.

Enfin, les banques régionales, qui avaient une activité importante de soutien à long terme des entreprises avant 1914, l'abandonnent pour une large part dans l'entre-deux-guerres : certaines sont absorbées par les banques de dépôt (auxquelles elles apportent leurs liens avec les entreprises locales) ; d'autres tentent de développer leurs dépôts et leur activité d'escompte (Rebotier, 1935, chap. 5). Les quelques tentatives d'alliance entre banques

beaucoup plus importante de l'activité de la Banque de Paris et des Pays-Bas dans l'entre-deux-guerres qu'avant 1914.

¹⁰⁸ Cauboue (1942, p. 243) insiste sur la fréquence des cas où la transformation d'entreprises en sociétés anonymes et leur cotation ont été réalisées à l'initiative de leur banque, avec les inconvénients en termes de surpaiement des entreprises qui peuvent en résulter, surtout à une époque où, séquelle de l'inflation, les difficultés d'évaluation de la valeur d'une entreprise sont considérables, et d'autant que "l'expérience a prouvé qu'en général les excellentes affaires ne se laissent mettre en société anonyme que lorsque [...] elles commencent à mal marcher" (*ibid.* p. 182).

régionales et banques d'affaires pour contrer le monopole des banques de dépôt en matière de placement de titres échouent (Pose, 1939, p. 335).

Ces efforts conjugués accroissent l'activité totale du marché. Un indice simple de ce développement (à côté des inscriptions aux diverses cotes boursières) est la multiplication des opérations réalisées par les sociétés existantes. Le nombre d'opérations touchant le capital-actions réalisées par les seules sociétés cotées (augmentations de capital en numéraire ou en rémunération d'apports lors d'absorption ou de fusion, distribution d'actions gratuites, remboursements d'actions¹⁰⁹) passe de 0,075 par an et par société cotée entre 1890 et 1914 à 0,24 de 1918 à 1929 (tableau 7.8).

Tableau 7. 8 : fréquence des opérations financières des sociétés cotées

	1890-1914	1918-1929	1930-1936
Opérations sur le capital	565	1472	579
Émissions d'obligations	318	347	253
Remb. anticipé d'oblig.	79	70	205
Opérations choisies	804	1749	627
Nombre d'années-sociétés	7520	6117	4594
Nombre d'opérations/an/soc	0,11	0,29	0,14
(dont opé sur actions)	0,08	0,24	0,13

Légende : ligne 1 : toutes opérations concernant les actions sauf réductions de capital et liquidations. On indique ligne 3 les remboursements anticipés d'obligations, afin d'ôter les émissions d'obligations résultant de la conjoncture et non des besoins réels des sociétés (d'où : opérations choisies = lignes 1+2-3). Nombre d'années-sociétés : addition des nombres de sociétés cotées en fin d'année pour les années considérées.

II. B. 2. Conséquences sur le marché

On a vu ci-dessus que l'élargissement du nombre de porteurs d'actions est une cause majeure du développement de ce marché, mais qu'il a probablement pour effet d'augmenter l'instabilité du marché des actions. On peut constater une situation similaire quand on observe les modifications introduites dans le comportement des banques.

À la différence des banques d'affaires, qui construisent des stratégies industrielles à long terme¹¹⁰, les banques de dépôts agissent, comme les

¹⁰⁹ Ce nombre est légèrement minoré du fait que lorsqu'une même société réalise plusieurs opérations du même type durant la même année, nous ne les comptons que pour une (à moins, dans le cas des augmentations de capital, que le prix d'émission ne varie d'une opération à l'autre).

¹¹⁰ Selon Moreau-Néret s'exprimant devant l'Assemblée générale de la Banque de Paris et des Pays-Bas du 13 avril 1932, les portefeuilles des banques d'affaires sont destinés à gagner des influences génératrices de relations bancaires, en particulier pour obtenir l'organisation

coulistiers, principalement à la recherche des profits liés à l'émission elle-même : commissions de placement et de garantie, et plus-values éventuelles sur les titres pris ferme et non immédiatement placés. Cependant, alors que les coulistiers animent le marché pour y placer des titres dans une procédure largement concurrentielle, le but des banques semble de jouer sur le pouvoir de monopole qu'elles détiennent sur le marché financier à travers leur clientèle (Pose, 1939, p. 335 ; Rebotier, 1935, p. 181).

En effet, si la Bourse mérite en général en tant que marché secondaire sa réputation de marché particulièrement concurrentiel, il n'en est pas de même en ce qui concerne les introductions de nouvelles sociétés ou les émissions. Le marché primaire est soumis à des coûts d'entrée très élevés qui ne peuvent être payés que par quelques grands syndicats bancaires¹¹¹. Ceux-ci sont incités à chercher à user de leur monopole de cette capacité. Or le placement des augmentations de capital par un syndicat est nécessaire même pour les grandes sociétés prospères, car l'échec d'une émission nuit au crédit de la société et détériore ses rapports avec sa banque (Cauboue, 1942, p. 224, Baldy, 1922).

La procédure de prise ferme permet à la banque émettrice d'intervenir sur les cours, car elle contrôle l'ensemble du stock de titres constituant l'émission. Certes, la pratique des syndicats de prise ferme est impossible pour les actions quand existe un droit préférentiel de souscription des actionnaires (droit rendu obligatoire par une loi de 1935 mais pratiqué depuis longtemps par la plupart des entreprises cotées), ce qui limite pour l'essentiel cette pratique aux introductions de sociétés nouvelles. Mais les syndicats à la parisienne, dans lesquels la garantie de cours est fournie collectivement par le groupe de banques organisant l'émission, incitent à des pratiques similaires de soutien des cours¹¹² (Cauboue, 1942, p. 212).

Grâce à la diffusion des achats de titres privés dans les pratiques d'épargne de leur clientèle, les banques prennent donc une place centrale sur le marché des introductions de sociétés et des émissions sur le marché financier.

d'émissions d'emprunts, d'augmentations de capital et de fusions, plus qu'à réaliser des plus-values. Dans le même sens, Baldy (1922).

¹¹¹ Deux syndicats dominent l'entre-deux-guerres : le premier est formé par la Banque de Paris et des Pays-Bas, le Crédit lyonnais et la Société générale, le second par la Banque de l'union Parisienne, le Comptoir d'escompte et le Crédit commercial de France (Rebotier, 1935, chap. 3).

¹¹² Dans le syndicat à la parisienne, les banques participantes sont solidaires entre elles car elles partagent à égalité les titres non placés, quelle que soit la part placée par chacune ; dans le syndicat à la lyonnaise au contraire, chaque banque ne garde que les titres qu'elle n'a pas placés sur la tranche initiale de l'émission. Baldy (1922, p. 69) rappelle que le syndicat à la lyonnaise dominait jusqu'à la guerre, et confirme les accusations ci-dessus en précisant que les grandes banques l'évitent car il facilite la rétrocession au rabais par les syndicaux incapables de placer, ce qui entraîne une perte rapide du contrôle du cours du titre, donc des risques d'échec de l'émission, mais aussi de perte des rentes de monopole qui sont associées à ce contrôle.

S'y ajoute une domination croissante sur les entreprises grâce aux pouvoirs que leur fournissent leurs déposants pour les Assemblées générales¹¹³.

Les banques deviennent des partenaires indispensables pour les agents de change et les coulissiers quand la clientèle propre de ceux-ci devient moins importante que le grand nombre de épargnants moyens. Les coulissiers craignent qu'elles ne procèdent à des applications au sein des ordres de leur clientèle, ce qui leur permettrait de toucher les courtages à leur place, diminuerait les transactions transitant par le marché et risquerait de faire perdre leur véracité aux cours cotés¹¹⁴.

En réalité, les banques réalisent vraisemblablement plutôt des applications sur les titres cotés, en violation du monopole des agents de change. Ainsi, Baldy (1922, p. 127) explique la détention de titres par les banques de dépôt essentiellement par le désir de pouvoir satisfaire rapidement (et avec une marge si possible) les ordres de Bourse éventuels sur les titres les plus souvent demandés par leur clientèle. Cependant, cette pratique reste probablement marginale car les banques sont freinées par la capacité qu'ont les agents de change de les poursuivre en justice¹¹⁵ ; elles peuvent d'ailleurs

¹¹³ La représentation des petits actionnaires aux Assemblées générales par la transmission aux banques de leurs pouvoirs est souvent présentée par celles-ci comme un service offert à leur clientèle. En réalité, ces pouvoirs et l'influence sur les placements effectués sont nécessaires pour expliquer pourquoi elles acceptent de fournir en général à très bas prix des services de garde des titres très coûteux pour elles (Cauboue, pp. 185-6 ; Dauphin-Meunier, 1936a, pp. 94ss).

¹¹⁴ Comme le fait remarquer Marseilhan (1930, p. 55), "si demain les banques ou des particuliers s'avisent de procéder aux négociations d'effets non cotés, la Coulisse sera complètement désarmée" du fait de la liberté de cotation sur les titres non cotés. Il appelle à la défense de la coulisse au nom des risques attachés à la disparition d'un marché suffisamment liquide fixant les prix : "c'est sur les titres qui ne donnent lieu qu'à des transactions clairsemées que s'exerce généralement l'activité des requins de la finance" (*ibid.* p. 59). De même, Dauphin-Meunier craint que les banques n'abusent de leur domination sur le marché pour inciter leurs clients à la spéculation : "les clients contribuent volontiers au progrès de la contrepartie. Les banques ne leur réclament pas, au contraire des courtiers, de couverture exagérée, les formalités sont réduites. De leur côté, les banques peuvent donner à la clientèle des conseils intéressés d'autant mieux écoutés" (1936a, pp. 85ss).

¹¹⁵ La pratique d'applications sur des titres cotés a d'ailleurs donné lieu à condamnation en 1907. Sa fréquence est impossible à connaître. Malheureusement, il n'existe pas davantage d'indications sur les applications sur titres non cotés, que ce soit dans les travaux d'histoire bancaire ou dans les statistiques de l'impôt sur les opérations de Bourse (qui est d'ailleurs peut-être fraudé dans ce cas). Une exception, lors de la création de cet impôt (alors que le monopole du parquet est supprimé de fait), on trouve dans les archives du SAEF (dossier B 33.236/1) un relevé des contributions d'un certain nombre de banques, séparées de la coulisse. Il s'agit du Crédit lyonnais, de la Société générale, du Comptoir d'escompte, du Crédit industriel et commercial, de la Banque internationale de Paris, de la Banque ottomane et du Crédit foncier. Réunies, elles ne totalisent que 84.244 francs d'impôt en 1894 (dont 39.323 pour le seul Crédit lyonnais), 127.207 en 1895 et 88.482 en 1896, soit successivement 0,8%, 1,26% et 1,75% du total de l'impôt payé en France. La faiblesse de ces pourcentages montre que si applications il y a, elles sont certainement négligeables. Cependant, l'absence de nombreuses banques, et le terme

ramener à elles les profits des agents de change en commanditant les charges (Dauphin-Meunier, 1936a, pp. 85ss).

Au total, il est difficile de croire que les banques puissent imposer des pratiques monopolistiques sur le marché secondaire, dont l'accès est libre puisque les agents de change sont officiers ministériels et ne peuvent pas refuser les ordres, et où nombre de particuliers fortunés et d'intermédiaires financiers interviennent directement. Si le marché primaire est naturellement sujet à une concurrence monopolistique, en particulier quand s'y présentent des titres entièrement nouveaux, rien ne permet de dire que l'élasticité-prix de la demande y soit nécessairement faible : les efforts des banques et des journaux pour placer les émissions montrent que la chose ne va pas de soi. Il n'est donc pas sûr que l'on puisse parler d'abus de la part des banques.

Certes, la multiplication des émissions et des cotations de sociétés privées, qui plus est de petite taille, conduit inévitablement à une surenchère spéculative, car les coûts d'émission (en particulier de publicité, *cf. supra*) sont très élevés par rapport aux commissions que peut normalement payer une société désireuse d'accéder à la cote. En outre, seuls les espoirs de plus-value rapide peuvent attirer vers de telles sociétés des épargnants qui ont à leur disposition de nombreux titres plus solides et plus renommés.

L'augmentation des besoins des entreprises n'est donc peut-être pas la seule raison du fort développement des émissions en Bourse dans les années 1920 : les incitations qui leur sont fournies par les banques, et l'intérêt que celles-ci, en particulier les banques de dépôt, trouvent dans la croissance du marché, ont également un rôle important dans cette croissance. Les intermédiaires du marché secondaire ne sont cependant pas étrangers à ce développement, en particulier les agents de change qui contrôlent l'accès à la cote officielle.

II. C. Cotations et émissions : le rôle des intermédiaires

De même que les particuliers ou les banques, les agents de change et les coulissiers sont d'abord incités à développer le marché boursier par leur intérêt personnel. Cet intérêt amène cependant peu à peu les agents de change eux-mêmes à mettre de côté leur traditionnelle prudence en matière d'admission à la cote, ce qui aggrave probablement la fragilité du marché.

étonnant de "non assujettie" placé en face du nom de la Banque de Paris et des Pays-Bas rendent l'interprétation de ce document malaisée.

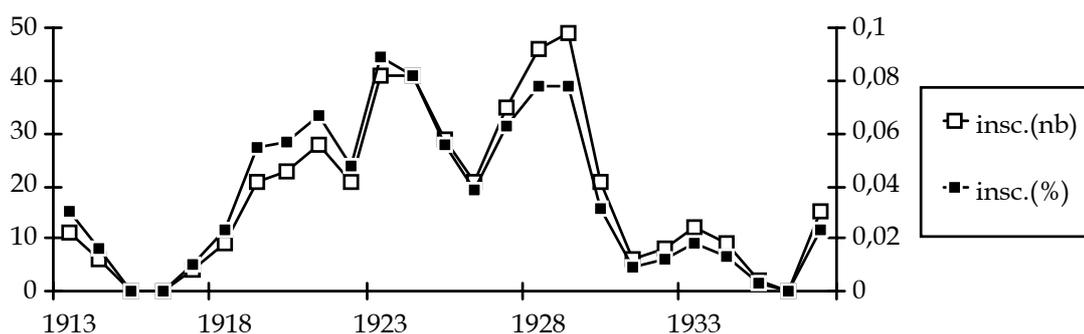
II. C. 1. Élargissement des cotes

Les agents de change pas plus que les coulissiers n'ont intérêt à freiner le développement du marché. Ils doivent en effet compenser la perte de revenus qui résulte de la disparition des titres étrangers et de la baisse des transactions que nous avons constatées plus haut.

Leurs intérêts convergent donc avec ceux des banques et des entreprises. Il en résulte une multiplication des admissions aux différentes cotes. Ainsi, les admissions à la cote officielle parisienne atteignent des niveaux très élevés, non seulement en nombre absolu mais même en taux de croissance du nombre de sociétés cotées (graphique 7.10).

Le fait que les maximaux soient atteints en 1923-1924 autant que durant les années euphoriques 1928-1929 (surtout en proportion du nombre de sociétés cotées), confirme le lien entre fuite devant la monnaie et demande d'actions¹¹⁶.

Graphique 7.10 : inscriptions à la cote officielle



Légende : inscriptions à la cote officielle en nombre (insc.(nb), échelle de gauche) et en proportion du nombre de sociétés cotées en début d'année (échelle de droite) (toutes sociétés françaises exploitant en France).

Les deux plus importantes Bourses de province (Lille et Lyon) connaissent aussi un développement rapide durant les années 1920 (*cf.* tableau 7.3 *supra*). On a vu que ces développements allaient de pair avec un effort d'élargissement du public passant par une réduction des prix des titres individuels. Pourtant, leur part dans le total de la capitalisation boursière des marchés français n'augmente pas, restant autour de 5% comme avant 1914. Enfin, la coulisse s'est également rapidement développée ; en 1924, elle crée un groupe hors-cote tant la conjoncture est jugée bonne, et cette expérience n'est suspendue en 1927 qu'à la demande du Ministère des finances qui juge cette pratique trop spéculative

¹¹⁶ Ce maximum est d'autant plus notable que la hausse des cours est beaucoup plus forte durant les années 1928-29.

(il l'autorise finalement en 1928 pour les sociétés ayant plus de deux ans d'existence)¹¹⁷. Le nombre des membres des syndicats de coulissiers augmente, et le montant des transactions davantage encore, autant au moins que la vente du relevé des cours ou le montant des livraisons de titres pour compensation permettent de le mesurer (tableau 7.9).

Enfin, les demandes émanant de sociétés désireuses de faire inscrire leurs titres en coulisse s'élèvent entre 1926 et 1928 successivement à 129, 214 et 282¹¹⁸. Le nombre effectif d'inscriptions n'est pas connu, mais la variation du nombre de sociétés cotées et leur renouvellement entre le début et la fin des années 1920 montrent clairement un mouvement très dynamique des admissions (tableau 7.10).

Tableau 7.9 : activité de la coulisse du comptant de 1923 à 1928

	1923	1924	1925	1926	1927	1928
Nombre d'adhérents	134	134	138	142	149	149
Nouveaux adhérents		8	11	11	17	11
Livraisons pour compensation	5,59	9,35	12,6	23,08	13,57	23,5
<i>Id.</i> en francs 1913	1,68	2,46	3,10	4,35	2,45	4,26
Produits de la cote		0,72	0,97	1,11	1,9	2,82

Légende : les produits de la cote et les livraisons à la chambre de compensation sont en milliards de francs (courants sauf indication contraire). Les produits de la cote incluent la vente des exemplaires de la cote et le produit des inscriptions de valeurs à la cote. *N.B.* : les livraisons pour compensation atteignaient 8,08 milliards en 1920 (soit 2,26 milliards de francs 1913). Source : rapports aux Assemblées générales du syndicat des banquiers en valeur au comptant (Archives de la SBF, carton JA 27).

¹¹⁷ Rapports aux Assemblées générales du 23 janvier 1925, 26 janvier 1928 et 24 janvier 1929 du syndicat des banquiers en valeurs au comptant (archives de la SBF, carton JA 27). Il convient de distinguer ce hors-cote organisé par la coulisse légale, c'est-à-dire par le syndicat des banquiers en valeurs, du marché hors-cote non réglementé qui fonctionne spontanément entre un certain nombre d'intermédiaires sur des titres non cotés par la coulisse ou le parquet.

¹¹⁸ *Ibid.*, rapports annuels.

Tableau 7.10 : renouvellements comparés de la coulisse et du parquet

	1901-09	1910-22	1923-29
Flux d'inscriptions			
Cote officielle	79	164	262
Cote officielle 2	77	158	249
Coulisse	107	119	224
Renouvellement = flux/stock initial			
Cote officielle 2	26%	47%	54%
Coulisse	114%	86%	122%
Disparitions (minimum)			
Cote officielle 2	-42	-41	-60
Coulisse	-32	-113	-99
Taux de disparition = disparitions/stock initial			
Cote officielle 2	-14%	-12%	-13%
Coulisse	-34%	-81%	-54%

Légende : le nombre d'inscriptions à la cote officielle est le nombre effectif de sociétés inscrites à la cote durant la période indiquée ; pour la coulisse (et sur la ligne "cote officielle 2" pour comparaison), il s'agit seulement du nombre de sociétés cotées en fin de période et absentes au début (excluant donc les sociétés fondées et disparues à la fois en cours de période). De même pour les disparitions.

Cependant, alors que le rythme d'admission en coulisse était très rapide au début du siècle (supérieur d'environ un tiers à celui du parquet), il semble se ralentir entre 1909 et 1922 (donc probablement du fait de la guerre), et devenir durablement inférieur à celui de la cote officielle (en nombre de sociétés admises par an). Même si en pourcentage du nombre total de sociétés cotées en début de période, la coulisse admet toujours beaucoup plus de sociétés nouvelles que la cote officielle, cette capacité de renouvellement reste largement la contrepartie nécessaire de disparitions très nombreuses. Or les années 1920 voient une aggravation de ces dernières, alors que le renouvellement se ralentit par rapport à la cote officielle.

La coulisse est en effet victime de la concurrence du parquet, auquel l'augmentation du public intéressé par les actions permet d'accueillir davantage de titres¹¹⁹. Au moins une quinzaine de sociétés cotées en coulisse sont captées

¹¹⁹ La concurrence entre le parquet et la coulisse a également pour objet les titres coloniaux. On sait que l'entre-deux-guerres voit le marché financier se replier, comme le commerce extérieur français, sur l'empire colonial, avec lequel les opérations évitent le risque de change. Les flux de capitaux privés vers l'empire sont les seuls, au sein des exportations de capitaux à long terme, à être nettement supérieurs entre 1920 et 1930 à ce qu'ils étaient avant 1914 (Marseille, 1984, p. 104). Les émissions de titres coloniaux représentent alors en moyenne environ les deux tiers de l'ensemble des émissions de sociétés privées non métropolitaines recensées par la Statistique générale de la France. Sur cette partie très spéculative, liquide et donc profitable pour les intermédiaires, la coulisse, traditionnellement plus ouverte sur les pays étrangers que sur les colonies, est victime d'une mainmise déjà ancienne de la cote officielle sur tous les titres coloniaux susceptibles d'attirer une clientèle large tels les chemins de fer, les banques et même

par la cote officielle dans les années 1920¹²⁰, ce qui représente la proportion la plus importante depuis les années 1890. La différence avec cette époque est que cette concurrence ne bloque pas la croissance de la coulisse, car le nombre d'entreprises qui se présentent en vue d'une cotation est supérieur à celui que la cote officielle est en mesure d'accepter. En effet, le parquet ne peut pas multiplier à l'infini ses cotations, même s'il accepte en partie leur prix, à savoir l'augmentation sensible des faillites qui risque d'altérer sa réputation.

II. C. 2. Une augmentation des risques ?

Certes, la Compagnie des agents de change rejette avec constance, dans un souci de crédibilité à long terme du marché, les accusations de manque de prudence. Elle affirme que tous ses efforts sont tournés en particulier vers le bon déroulement des introductions à la cote, confirmant que c'est à ce moment que l'essentiel de la spéculation est concentré. Ainsi, selon Cauboue (1942, pp. 256ss), le nombre de titres qu'une société dont le capital compte 100.000 actions se voit obligée de mettre à la disposition du marché lors de son introduction varie entre 1500 en période de récession et 10.000 dans un marché spéculatif¹²¹, ce à quoi s'ajoute alors l'exigence d'un délai de trois ans écoulé depuis la fondation de la société (au moins pour les petites entreprises), et un capital minimal de 5 millions de francs.

Ces conditions semblent cependant surtout indicatives ; elles sont en effet assez fréquemment enfreintes¹²². Si, de 1919 à 1923 inclus, seules 11 sociétés contreviennent à la condition de capital minimal (dont 6 sont également fondées depuis moins de 3 ans), elles sont 25 entre 1924 et 1929 (alors même qu'en valeur réelle, l'exigence d'un capital inférieur à 5 millions est de moins en moins sévère), dont 18 moins de 3 ans après leur fondation. L'emballement des cours sur le marché n'amène pas une application plus stricte de ces principes

les grandes sociétés minières. Si elle parvient à multiplier par trois entre 1909 et 1929 le nombre de valeurs coloniales à sa cote, il reste que les plus importantes sont déjà au parquet. À la fin des années 1920, les valeurs coloniales représentent ainsi près de la moitié du nombre de valeurs étrangères de la cote officielle tandis qu'elles dépassent à peine le tiers en coulisse. Celle-ci, malgré ses efforts considérables, reste plus frappée par la guerre que le parquet.

¹²⁰ Parmi les sociétés cotées en 1909, 2 sont admises avant 1922, et parmi celles cotées en 1922, 13 le sont avant 1930. D'autres sociétés cotées en coulisse entre 1909 et 1922 ou après 1922 ont probablement subi le même sort sans que nous puissions le mesurer.

¹²¹ On notera que ce marché est en tout état de cause fortement ouvert à la spéculation puisque actuellement les conditions d'accès à la cote officielle et au second marché sont respectivement de 25 et 10% des titres d'une société, soit dans le second cas l'équivalent du maximum exigé dans les années 1920 par la Compagnie des agents de change pour une société moyenne.

¹²² On notera que Cauboue (*ibid.*) signale également un capital minimal de 3 millions pour l'accès à la coulisse, obligation qui est certainement sujette à encore plus d'exceptions.

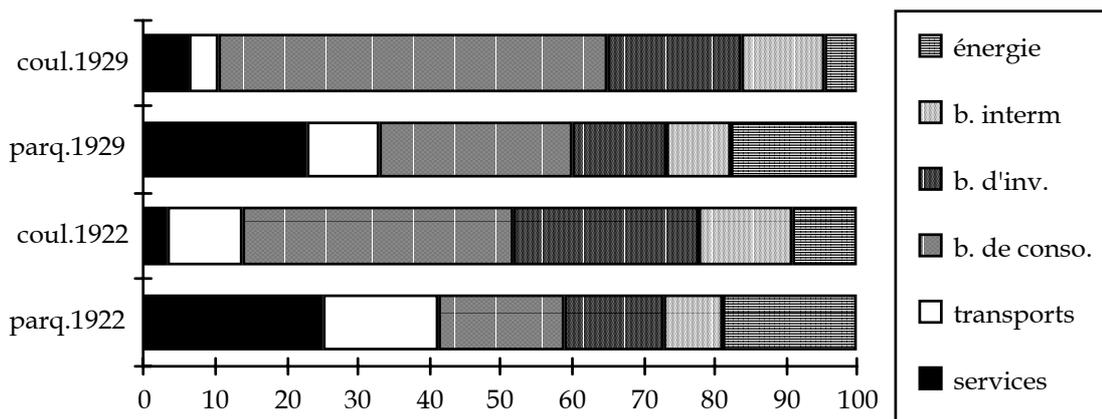
puisque sur ces 25 sociétés, 9 sont inscrites en 1928 et 1929 (dont 5 moins de 3 ans après leur fondation).

La taille moyenne des sociétés lors de leur admission à la cote indique également que comme dans les années 1890, les années 1920 voient certaines facilités accordées aux sociétés candidates à la cote (leur capital est loin de suivre l'inflation), tandis que la crise des années 1930 voit un retour à la prudence comme les années 1900 (*cf. supra* tableau 6.4). Il semble donc difficile de prétendre réellement qu'une lutte contre la spéculation ait été menée par la Compagnie des agents de change.

Cette politique commerciale plutôt agressive du parquet est confirmée par l'examen de la répartition sectorielle de ses admissions à la cote relativement à celles de la coulisse. Globalement, les positions sectorielles de la coulisse restent très marquées à la fin des années 1920 (graphique 7.11) : largement absente des secteurs de prédilection de la cote officielle (services, transports et énergie), elle continue de consacrer une plus grande part de ses cotations à l'industrie.

Certes, comme le nombre de sociétés cotées en coulisse est de l'ordre de la moitié de celui du parquet, ce dernier reste dominant dans la plupart des secteurs, même industriels (au moins en termes de capitalisation). Dans le matériel électrique, l'alimentation (y compris l'hôtellerie) et les industries diverses (incluant l'automobile), la coulisse dépasse cependant le parquet en nombre absolu de sociétés.

Graphique 7.11 : comparaison des spécialisations sectorielles de la coulisse et du parquet



Légende : répartition sectorielle simplifiée des nombres de sociétés cotées en coulisse et au parquet en 1922 et 1929 (chiffres détaillés fournis en annexe 6.1).

Une évolution domine les autres : l'augmentation de la spécialisation (ou du cantonnement ?) de la coulisse dans le secteur de biens de consommation, qui représente une part croissante de ses cotations, et est le seul où elle fasse

réellement jeu égal avec le parquet. Dans la plupart des autres secteurs industriels, principalement les biens intermédiaires (à l'exception de la chimie et des biens de construction) et même certains biens d'investissement (en particulier la métallurgie), les positions du parquet s'améliorent progressivement.

Si la multiplication des cotations au parquet a ainsi permis à celui-ci de rattraper son retard dans nombre de secteurs industriels, elle ne suffit pas à lui donner un grand sens de l'innovation et du risque industriel : s'il est pionnier pour les grands magasins, ses principaux progrès ont lieu dans l'alimentation, les mines métalliques et le textile, voire dans l'imprimerie ou les houillères où il dominait déjà, tous secteurs qui ne sont plus à la pointe du progrès technique.

À l'inverse, la coulisse, si elle recule dans nombre de secteurs, fait preuve d'un grand dynamisme dans des secteurs comme les sociétés immobilières et foncières (d'où elle était traditionnellement exclue), mais aussi la chimie et la mécanique (ce dernier point masqué malheureusement par la difficulté de distinguer la sidérurgie de la métallurgie et de la mécanique en coulisse, mais il est clair que les domaines avals y sont beaucoup plus nombreux qu'au parquet). Évincée partiellement de ses activités traditionnelles (mines métalliques, textile, métallurgie), elle ne parvient à se maintenir que par des admissions de plus en plus nombreuses de sociétés probablement très petites au sein des industries diverses.

Les indicateurs que nous utilisons restent très frustes en l'absence de données sectorielles sur la capitalisation ou les émissions de la coulisse. Plus que l'extension d'un marché et du financement qu'il assure, la concentration sectorielle du nombre des admissions peut aussi témoigner, particulièrement en coulisse, d'une fuite en avant passant par l'admission hautement spéculative de sociétés dont on sait par avance la probabilité élevée de disparition rapide (*cf. supra*). S'il ne semble pas que les taux de disparition des secteurs très dynamiques de la coulisse soient nettement plus élevés que ceux des autres (*cf. tableau 6.5*), des taux de disparition élevés dans tous les secteurs restent une caractéristique majeure de la coulisse par opposition au parquet. Ceci semble confirmer l'incapacité de la coulisse à soutenir durablement les entreprises qu'elle accueille, et donc le caractère surtout spéculatif des admissions en son sein.

Cet examen des cotations et des disparitions montre que le parquet a certainement un rôle dominant dans le financement des entreprises, alors que la coulisse se trouve, plus encore qu'après son premier recul des années 1890, reléguée à un rôle de spéculation sur la cotation de petites entreprises réservées de fait à des spécialistes. Cette fuite en avant empêche la coulisse de stabiliser

sa situation ; en 1929, année qui devrait lui être favorable puisque la spéculation y est importante, la coulisse ne réalise même plus la moitié des recettes du parquet à l'impôt sur les opérations de Bourse¹²³.

On peut en conclure que la plupart des acteurs du marché financier, des épargnants aux agents de change, en passant par les entreprises et surtout les banques, voyaient converger leurs intérêts dans une multiplication des cotations et des opérations financières des sociétés françaises. Cette convergence dépendait cependant de l'élargissement de la clientèle de ce marché, ainsi que probablement de la poursuite de la hausse des cours. Ce mouvement se poursuit après la stabilisation du franc, bien que les banques voient leurs capacités de crédit augmenter fortement et que les besoins de financement des entreprises se reportent alors vers le crédit à court terme. Mais sur le marché riche de liquidité des années 1928-29 (les rapatriements de capitaux du fait de la stabilisation sont déjà importants, et la balance des paiements nettement excédentaire), il est probable que la poursuite de la hausse et des émissions s'appuie davantage sur les efforts des banques et des entreprises que sur le maintien du soutien du grand nombre des épargnants, qui souhaite un retour à une situation plus stable. Si les articles de journaux se multiplient signalant la sous-évaluation des actions en valeur-or, il faut y voir le besoin des banques et des intermédiaires divers de stimuler une hausse moins spontanée, qui ne correspond plus aux caractères fondamentaux de l'économie.

III. CRISE ET AFFAISSEMENT DU MARCHÉ DES TITRES PRIVÉS

La crise des années 1930 est considérée par nombre de contemporains hostiles au libéralisme comme la preuve du besoin de changer ou au moins d'amender sérieusement le système économique, en particulier dans sa composante financière. Dès 1936, les premières nationalisations tenteront de mettre l'économie à l'abri des soubresauts de la "sphère financière" (pour reprendre une expression plus récente). On a vu ci-dessus que l'évolution du marché dans les années 1920 peut donner lieu à l'accusation de spéculation accrue. Nous chercherons cependant à montrer ci-dessous que si des pratiques

¹²³ Précisément, 158 millions contre 351 au parquet et 29 dans les Bourses de province (archives du SAEF, dossier B 33 236/1).

spéculatives ont bien existé, la rupture du développement du rôle du marché financier après 1929 ne résulte pas de l'éclatement d'une bulle spéculative mais de la disparition des circonstances particulières qui avaient amené l'exceptionnelle croissance antérieure.

III. A. La croissance des années 1920 est-elle une bulle spéculative ?

On a vu que les contemporains ont, avec quelque raison, parlé de spéculation pour décrire le marché des actions des années 1920 (particulièrement 1924-1929). Peut-on pour autant parler d'une spéculation différente du comportement normal des agents sur le marché des actions ? Il faudrait pour cela pouvoir prouver que l'instabilité du marché s'est accrue, voire que sont apparues des bulles spéculatives, c'est-à-dire des séparations nettes, durables et cumulatives dans le temps des cours par rapport aux valeurs "fondamentales" des titres¹²⁴ (séparations fondées sur un processus d'auto-renforcement des anticipations souvent et anciennement décrit dans la littérature boursière). La difficulté qu'il y a à mesurer quantitativement l'activité spéculative du marché¹²⁵ empêche de formuler un jugement définitif sur cette question. Quelques éléments peuvent cependant être fournis.

On peut trouver quelques arguments en faveur de l'idée d'une instabilité accrue (à partir surtout de 1923) par rapport à l'avant-guerre. Ainsi, la variabilité de l'indice des cours¹²⁶ s'accroît fortement (le coefficient de variation sur données annuelles est multiplié par 4 ou 5 entre 1890-1913 et 1918-1939 selon que l'on prend les indices bruts ou déflatés par l'indice des prix), comme celle du rendement par dividende des actions (le même coefficient passe de 8 à

¹²⁴ Les valeurs fondamentales sont très difficiles à définir. Intuitivement, il s'agit d'une combinaison de la profitabilité d'une entreprise et de ses caractéristiques physiques (donc de leur coût de remplacement, selon une idée courante dès les années 1930, cf. Dieterlen, 1939, p. 400). Plus rigoureusement, on cherche à approcher les valeurs fondamentales par une estimation économétrique *a posteriori* des caractéristiques réelles associées à l'évolution des cours de Bourse. Toute séparation importante des cours de ceux que permet de construire un tel modèle est alors considéré comme une bulle spéculative. Pour un état des débats, cf. H. Bourguinat & P. Artus (1989).

¹²⁵ Alors qu'on connaît par exemple les crédits faits aux courtiers à la Bourse de New-York à la même époque, crédits dont le volume croît de manière rigoureusement parallèle aux cours des actions (White, 1990, fig. 4).

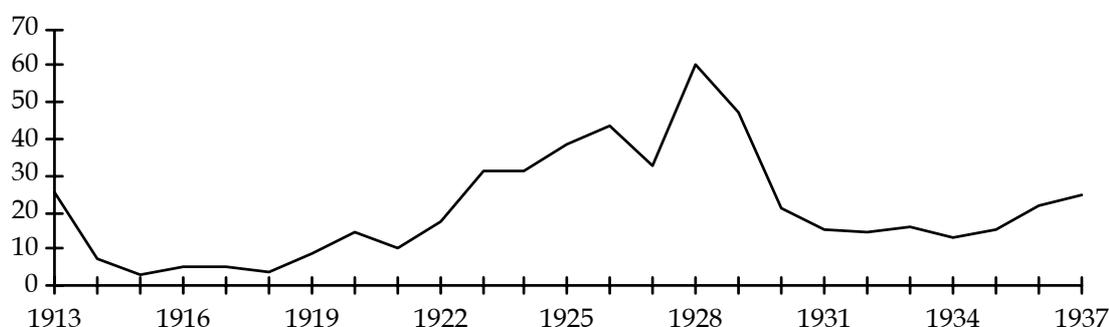
¹²⁶ Il convient d'éviter de tirer trop de conclusions de cet indice construit de manière très sommaire, ce qui ne facilite pas l'examen des évolutions de long terme : l'indice général est en effet la moyenne non pondérée d'indices de groupes, eux-mêmes constitués par moyennes non pondérées d'un certain nombre de titres. Il sous-estime probablement la hausse des cours des années 1920, car il intègre avec retard les sociétés nouvellement cotées qui sont en général les plus dynamiques.

14,5% d'une période à l'autre¹²⁷). Des données mensuelles limitées à 1929 montrent également la forte variabilité intra-annuelle des transactions¹²⁸.

Par ailleurs, si l'ensemble des transactions du marché rattrape à peine en 1929 son niveau de 1913, l'augmentation des transactions sur les titres privés semble considérable dès lors que l'on tient compte dans l'examen des statistiques de l'impôt sur les opérations de Bourse de la quasi-disparition des valeurs étrangères (graphique 7.12).

Un calcul approximatif (tableau 7.11) montre en outre que le taux de roulement des titres privés (transactions rapportées à la capitalisation) est certainement supérieur à 2, soit près du maximum de l'estimation réalisée pour 1906 (entre 1,57 et 2,49, cf. *supra*).

Graphique 7.12 : estimation de l'évolution des transactions sur titres privés français



Légende : les transactions sur valeurs françaises (en milliards de francs 1913) sont estimées en supposant qu'elles représentent un tiers des transactions en 1913 et 80% après. On peut penser du fait du rôle croissant de la Caisse des dépôts que les titres privés connaissent une évolution similaire. En particulier, le recul des titres publics après 1926 incite à croire que les transactions sur titres privés ont connu après cette date une croissance supérieure à la moyenne ci-dessus. Le détail de la méthode utilisée pour estimer les transactions a été fourni dans l'annexe 6.2.

Tableau 7.11 : estimation du roulement des différentes catégories de titres

	capitalisation	transactions	roulement
Rente	153,8	49	0,32
Titres publics	88,9	28	0,32
Titres privés	111	253	2,28
Total	353,7	331	0,94

Légende : les capitalisations et transactions sont en milliards de francs. Pour la rente et les titres publics (et para-publics, y compris chemins de fer), on utilise la capitalisation nominale à la fin de 1927 (source :

¹²⁷ Si on compare seulement les années 1919-1929 à la période antérieure, on trouve aussi des augmentations du même ordre. Pour l'indice des dividendes de Denuc (1934), le coefficient de variation atteint 47% sur cette période contre 19% pour 1890-1913.

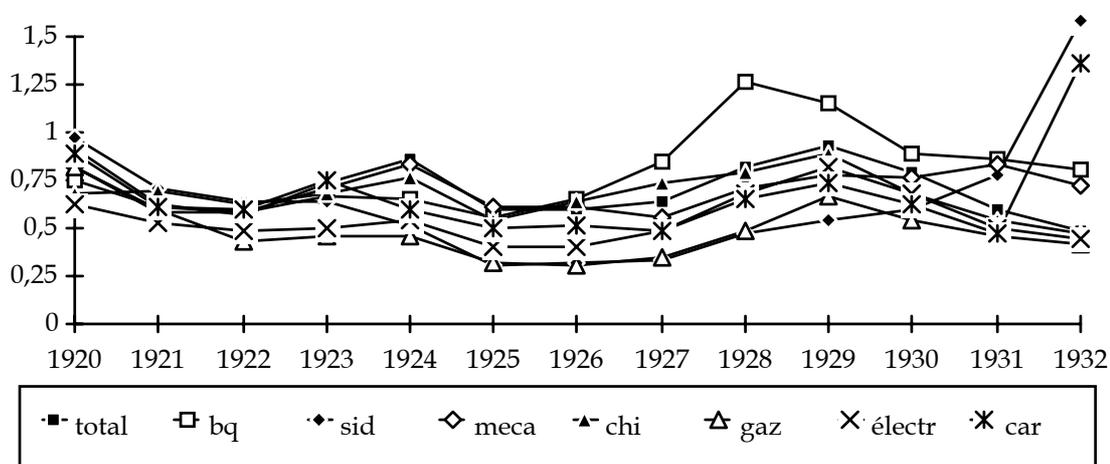
¹²⁸ Le coefficient de variation pour les 12 mois de novembre 1928 à octobre 1929 est de 0,27 pour le parquet et de 0,29 en coulisse ; durant ces mois, les transactions varient entre un maximum de 70 millions en février 1929 (moment du maximum des cours) et un minimum de 26,9 en août (archives du SAEF, dossier B.33.236/1). Ces variations sont naturellement particulièrement fortes en 1929, moment du retournement de conjoncture, mais elles sont minorées par le poids des rentes et surtout des obligations, sur lesquelles les transactions varient certainement beaucoup moins que sur les actions.

Moreau-Néret, 1939). Pour les titres privés, on utilise notre estimation de la capitalisation en 1928 (actions et obligations). On utilise l'estimation ci-dessus des transactions sur titres privés. On suppose que le taux de roulement de la rente et des titres publics est égal à 32%, soit celui de la rente en 1906. On en déduit le roulement des titres privés. Celui des actions est certainement nettement supérieur en moyenne.

Si une telle activité n'a rien d'exceptionnel par rapport à ce que l'on constate à la fin du XX^e siècle, sa croissance à la fin des années 1920 n'en est pas moins potentiellement déstabilisatrice. Enfin, loin de diminuer, les émissions se multiplient après la stabilisation du franc et le retour en France de capitaux sortis durant les années 1923-26 ou de profits réalisés dans la spéculation sur les changes. Ces éléments inciteraient à diagnostiquer une bulle en 1928-1929 seulement.

Cependant, il ne semble pas que cette instabilité ou ces transactions importantes entraînent les cours à des niveaux exagérés. L'indice général des cours des actions ne dépasse pas les niveaux réels d'avant-guerre¹²⁹, et leur rendement par dividende n'atteint jamais de niveaux ridiculement bas (2,7% au minimum de 1929). De même, le ratio des indices de cours et de dividende reste durant l'ensemble des années 1920 inférieur à sa valeur de 1913 dans tous les secteurs à l'exception des banques (graphique 7.13).

Graphique 7.13 : ratio cours sur dividendes (en indices)



Légende : indice des cours des actions (SGF) rapporté à l'indice des dividendes (Denuc, 1934), le tout par secteur, base 1913=1.

Quelles que soient les faiblesses des indices utilisés, il semble donc difficile d'affirmer que les cours se soient substantiellement séparés de la valeur

¹²⁹ Il y a là une profonde différence avec la Bourse de New-York, où la stabilité du dollar et la faiblesse de la hausse des prix font des gains nominaux de bonnes approximations des gains réels, considérables. Il faut cependant préciser que cet indice exclut les titres cotés en coulisse, où la spéculation est toujours plus forte.

réelle des entreprises, c'est-à-dire de leur capacité à produire des profits. L'absence de forte chute des cours au début de la crise va d'ailleurs à l'encontre de la thèse de la bulle spéculative, car ce type de dérapage finit ordinairement par un krach comme celui de Wall Street en octobre 1929. À Paris, l'indice général ne baisse jamais de plus de 7% en un mois avant septembre 1931 (où il perd 11,5%), et connaît en moyenne un rythme à la baisse plus lent que n'a été celui de la hausse en 1928.

Enfin, la liquidité du marché n'est pas supérieure en 1928 à celle de 1913 (*cf.* chapitre 5 et *supra*), même si elle est plus importante dans les petites sociétés où la liquidité a tôt fait de se transformer en spéculation du fait de l'étroitesse du "flottant". On ne peut donc pas parler d'une activité générale et immodérée comme on trouve ordinairement lors des bulles spéculatives.

L'explication de la conjonction d'une forte instabilité de court terme et de l'absence de bulle spéculative se trouve dans l'inflation : celle-ci justifie une hausse permanente des cours (qui ne connaissent pas de véritable baisse de 1922 à 1929), qui stimule la diffusion des comportements spéculatifs. L'instabilité du marché résulte donc de cette diffusion de pratiques qui restaient avant 1914 l'apanage d'un petit nombre de gros porteurs moins sujets à des comportements de panique irraisonnée¹³⁰.

III. B. L'affaissement du marché des titres privés

Le retournement du marché ne résulte donc pas de l'éclatement d'une bulle spéculative, mais plutôt de la disparition de l'ensemble des causes qui avaient provoqué son développement dans les années 1920. De la guerre à 1928, le marché parisien a connu une hausse des cours quasi-permanente. Cette hausse, qui n'a fait longtemps que suivre d'assez loin l'inflation, résultait surtout de l'élargissement de la clientèle (épargnants et entreprises) du marché des actions. Elle s'accélère entre 1926 et 1928 grâce aux entrées massives de capitaux et à l'euphorie financière qui suit la stabilisation de fait du franc. Les différents intermédiaires financiers (banques, parquet et coulisse réunis) savent soutenir la hausse en fournissant des titres nouveaux, évitant peut-être une bulle spéculative.

¹³⁰ On notera que cette différence entre gros et petits porteurs n'est pas une différence de psychologie intrinsèque (on a d'ailleurs constaté dans les années 1980 que les gestionnaires de gros portefeuilles n'échappent pas aux mouvements de panique). Elle résulte du fait que les portefeuilles de nombre de gros porteurs sont à l'époque très concentrés sur quelques valeurs, représentant souvent une part importante du capital d'une ou de quelques sociétés. Un comportement de vente massive leur est de ce fait interdit, sous peine d'accélérer fortement la chute des cours.

Cependant, alors même que le marché connaît ses maximums d'émissions et de cours, les éléments qui ont permis son développement durant les années 1920 sont en train de disparaître. Conjoncturellement, les entrées de capitaux ne peuvent durer longtemps, et se ralentissent après la stabilisation de fait (car les anticipations de réévaluation du franc cessent alors). Structurellement, la stabilisation est également à l'origine du retournement de la situation du marché financier, car elle provoque un retour de confiance dans la monnaie et un ralentissement de la demande d'actions. La crise économique, tardive en France, ne fait donc que renforcer un affaiblissement du marché des actions déjà bien entamé.

III. B. 1. Stabilisation et retour aux titres à revenu fixe

Le retournement du marché financier commence dès 1928, avant même le sommet des cours, bien avant celui des émissions. Comme on peut s'y attendre, les signes avant-coureurs apparaissent en coulisse. Dès l'Assemblée générale du 24 janvier 1929 du syndicat des banquiers en valeurs au comptant, les coulissiers accusent la stabilisation d'avoir mis fin à la spéculation et d'avoir par là affaibli le marché¹³¹. L'explication est la suivante : les nombreux nouveaux détenteurs d'actions des années 1920 ne l'étaient devenus que pour se protéger contre l'inflation. Dès la stabilité de la monnaie retrouvée, et solidement garantie par l'attachement à l'or, ils retrouvent leur préférence pour les titres à revenu fixe. Les taux des obligations baissent fortement dès 1928, et des placements massifs d'obligations dans le public ont lieu de 1929 à 1931 (cette dernière année, les émissions d'obligations privées hors chemins de fer et conversions dépassent d'environ 70% leur niveau de 1928, malgré la crise).

C'est bien du retour de la préférence pour les titres à revenu fixe qui caractérisait la France au XIX^e siècle qu'il s'agit. Les banques ne perçoivent pas le changement en cours, et continuent de s'adresser au public demandeur d'actions des années antérieures. Au lieu d'émissions capables de rassurer le public, elles lui offrent en 1929 des augmentations de capital massives à des prix très élevés (intégrant des primes d'émission considérables, largement contradictoires avec ce désir nouveau de stabilité, *cf.* Cauboue, 1942). Comme les perspectives de plus-values sont en outre diminuées par la protection des dirigeants résultant des actions à vote plural et des réseaux de participations mises en place durant les années antérieures, le public ne se précipite pas vers

¹³¹ Archives de la SBF, carton SG 27.

les émissions (alors même que les réseaux bancaires sont mobilisés au maximum puisqu'il s'agit pour une large part de placer leurs propres titres).

Cet échec (relatif) des émissions de 1929 peut être démontré de plusieurs façons. Un premier indice est constitué par la baisse des cours qui démarre en février 1929 et ne va pratiquement pas cesser de l'année¹³². Un second encore plus important est la baisse des transactions, qui dépasse probablement 20% pour les valeurs françaises (*cf. supra* graphique 7.12 et annexe 6.2) et certainement davantage pour les actions. Enfin, le gonflement brutal du portefeuille des banques d'affaires¹³³ en 1929 est à la fois le signe de leur dynamisme retrouvé et de l'échec d'une partie des émissions (tableau 7.12).

Tableau 7.12 : portefeuilles titres des banques d'affaires et évaluation de leur importance par rapport aux fonds propres

	Paribas		BUP		Créd. Mobilier		Total		Titres/FP	
	FP	titres	FP	titres	FP	titres	FP	titres	bilan	valeur
1900	81,4	70,6					81,4	71	0,87	0,87
1905	92,3	80,6	55,1	33	10,8	2,5	158,2	116	0,73	0,70
1910	152,9	117,6	71,7	49,5	66,6	29	291,2	196	0,67	0,71
1913	231,6	159,8	128,8	74,1	93,7	45,1	454,1	279	0,61	0,68
1920	264,3	252	243,7	156,5	87,3	29,9	595,3	438	0,74	0,79
1925	344,2	288,1	227,1	167,1	110,7	37,7	682	493	0,72	1,22
1926	345,3	315,6	228	167,6	111,1	35,5	684,4	519	0,76	1,51
1927	345,3	363,2	229,1	188,5	111,6	41,9	686	594	0,87	1,90
1928	345,3	392,8	230,2	229,4	112	43,8	687,5	666	0,97	2,90
1929	582,3	498,2	326,1	327,2	112,6	83	1021	908	0,89	2,47
1930	585,8	541,4	327,7	366,4	113,2	72,5	1026,7	980	0,95	2,32
1931	589,2	550	329,4	439,2	113,8	73,3	1032,4	1063	1,03	1,68
1932	590,4	548,8	369,3	482,1			959,7	1031	1,07	1,50
1933	591,6	518,2	300	427,5			891,6	946	1,06	1,50

Légende : fonds propres (FP) et portefeuilles de titres et participations des trois principales banques d'affaires. On a calculé deux ratios titres/fonds propres : le premier ("bilan") est purement comptable ; le second ("valeur") cherche à approcher la valeur réelle des titres et participations détenus dans l'hypothèse où les titres apparaissent au bilan à leur prix d'achat (on note que si les titres sont estimés au bilan à leur valeur de marché, le ratio "bilan" reflète aussi la valeur économique des titres détenus). Pour l'estimation de "valeur", on suppose que l'augmentation du portefeuille à chaque date se faisait uniquement par ajouts de titres nouveaux au portefeuille existant, et que les titres détenus se comportaient comme l'ensemble de la capitalisation boursière. La valeur de l'ensemble est alors égale à celle des montants achetés à chaque date corrigés par la variation des cours de Bourse. Par exemple, la valeur en 1910 est calculée en supposant que 71 millions ont été acquis en 1900, 116-71=45 en 1905, et le reste en 1910. Source : Rebotier (1935, p. 65)

En effet, le portefeuille des trois principales (la Banque de Paris et des Pays-Bas, la Banque de l'Union Parisienne et le Crédit Mobilier) augmente en

¹³² La seule reprise a lieu durant l'été (de juillet à septembre). C'est le moment où les émissions sont les plus rares et où le paiement des coupons fournit des capitaux prêts à l'emploi.

¹³³ Ceux des banques de dépôt sont probablement masqué au sein de leur portefeuille commercial, tant l'effet en serait désastreux sur la confiance du public.

1929 de près de 250 millions par rapport à 1928 (soit 36,4% en un an), ce qui semble témoigner de la difficulté rencontrée par ces banques pour placer les émissions en cours, difficulté qui se renouvelle en 1930. Avec le début de la crise, les banques d'affaires doivent alors se résoudre à renoncer aux primes d'introduction ou aux plus-values qu'elles attendaient et font des tentatives désespérées pour placer des titres dont l'émission n'a pu avoir lieu auparavant du fait de la capacité d'absorption diminuée du marché (tableau 7.13).

Ayant fait en 1929 le pari de ne céder leurs titres qu'à prix élevé, quitte à en garder une partie en réserve en attendant la reprise, les banques d'affaires se trouvent à partir de 1930 dans une position fragile. Leurs engagements en titres atteignent un niveau exceptionnellement élevé par rapport à leurs fonds propres (malgré les augmentations de capital de 1929), ce qui peut inciter le public à douter de leur solidité. L'existence probable de plus-values potentielles sur leurs achats antérieurs ne suffit pas à supprimer les craintes, car la baisse de la Bourse peut rapidement les faire disparaître (tableau 7.12). La disparition du Crédit mobilier puis la restructuration de la Banque de l'union parisienne en 1934 sont les signes de cette fragilité accrue qui va empêcher les banques d'affaires d'intervenir efficacement en faveur d'une reprise.

Tableau 7.13 : comparaison des valeurs nominales et des valeurs lors de l'inscription

	Parquet			Coulisse			Total rapport
	nominal	1 ^{er} cours	rapport	nominal	1 ^{er} cours	rapport	
1926	13824	15454	1,12	483	1855	3,84	1,21
1927	34424	37438	1,09	765	2655	3,47	1,14
1928	28817	34914	1,21	1841	2655	1,44	1,23
1929	13766	33990	2,47	1890	6246	3,30	2,57
1930	22530	38411	1,70	2089	5979	2,86	1,80
1931	24654	26322	1,07	2121	4450	2,10	1,15
1932	36370	35340	0,97	2942	2258	0,77	0,96
1933	21897	21318	0,97	699	1613	2,31	1,01

Légende : montant des inscriptions à la cote en valeur nominale et au premier cours coté, en millions de francs, et leur rapport, indicatif des primes d'émissions moyennes. Source : Rebotier (1935, p. 186)

III. B. 2. Les répercussions de la crise économique

Dans ce marché en recul où les porteurs définitifs se font rares, le début de la crise économique ne peut qu'aggraver la situation. Celle-ci est peu ressentie en Bourse avant 1931 : les coulissiers se satisfont de la reprise qui s'amorce lors de la réunion du syndicat du comptant de début 1930 (tout en remarquant que le krach de Wall-Street a eu peu d'effets en France)¹³⁴, et un

¹³⁴ Archives de la SBF, carton JA 27.

projet de 100 millions de francs pour l'agrandissement de la Bourse de Paris est voté à la mi-1930 par le Conseil municipal de Paris (la ville est propriétaire du bâtiment). C'est paradoxalement à partir de ce moment que les émissions non seulement d'actions mais également d'obligations privées deviennent très difficiles, ce recul conjoint confirmant d'ailleurs que le report des actions sur les obligations qui avait eu lieu en 1929-30 ne résultait pas de la crise mais bien du changement des préférences des épargnants. Avec la crise, toute perspective de plus-value disparaît sur les actions, ce qui accélère le repli des épargnants sur les titres à revenu fixe. Avec la multiplication des faillites, les obligations privées elles-mêmes sont touchées. Au total, le marché des titres privés s'effondre littéralement, bien au delà de ce que l'on peut normalement attendre d'une crise qui n'atteint pas en France la gravité qu'elle a outre-Atlantique (tableau 7.14).

Tableau 7.14 : baisse du marché des titres et crise économique

	maximu m	minimu m	baisse
Prix de détail	1930	1935	26%
Production industrielle	1930	1935	28%
PIB	1930	1935	32%
Investissement	1930	1935	62%
Cours des actions	1929	1936	64%
Transactions	1928	1934	81%
Émissions d'actions	1929	1936	95%
Émissions d'obligations	1930	1938	95%

Légende : baisses calculées à partir des valeurs en francs courants, sauf pour la production industrielle, en volume.

Au delà d'un repli passager, on assiste à un véritable abandon des actions, voire des obligations privées. Plusieurs raisons peuvent être invoquées : d'abord le piètre résultat de beaucoup des placements réalisés dans les années 1920 (car si les épargnants cessent de souscrire dès 1929, ils ne liquident souvent leurs portefeuilles qu'une fois la baisse bien entamée), mais aussi la multiplication des faillites et des scandales.

La vague de difficultés que connaissent les sociétés cotées ne peut en effet qu'aggraver ce repli. Au parquet, les disparitions sont relativement peu nombreuses (une quinzaine par an pendant les années de plus forte crise, de 1931 à 1933, *cf. supra*), mais les restructurations douloureuses sont légion (la plus célèbre étant celle de Citroën en 1935). Les sociétés cotées subissent 106 réductions de capital entre 1930 et 1936. Les faillites des sociétés inscrites en coulisse ne sont pas connues avec précision, mais en 1933 et 1934, alors que le premier choc de la crise est passé, les suspensions de cotation en coulisse sont

encore très nombreuses (tableau 7.15), et l'instabilité qui caractérisait les sociétés de la coulisse en période de prospérité laisse mal augurer de leur capacité à affronter la crise. Ce n'est qu'en 1937 que la coulisse connaît à la fois une reprise des transactions et la fin du mouvement de baisse du nombre de sociétés présentes à sa cote.

Enfin, la multiplication des scandales financiers, qui tous témoignent de la capacité de gens sans scrupules à abuser des lacunes de la législation pour déposséder les épargnants ordinaires, contribue à écarter nombre de ceux-ci du marché. Marthe Hanau est arrêtée en décembre 1928, la faillite de Pacquement, coulissier qui avait pris des positions trop aventureuses avec l'argent de ses clients, a lieu en janvier 1929 : ces deux événements au lendemain de la stabilisation et à la veille du retournement des cours ne sont pas sans conséquence¹³⁵ ; enfin, le scandale Oustric éclate en novembre 1930, celui de l'Aéropostale en mars 1931 et l'affaire Stavisky début 1934¹³⁶. Le retard avec lequel sont votées les lois destinées à la protection de l'épargne et réclamées depuis des années, ne peut que rendre l'épargnant ordinaire soupçonneux envers un marché dont il constate chaque jour davantage les abus (Sauvy, 1984, III, ch. IX, et chapitre 5 ci-dessus).

¹³⁵ Marseilhan (1930, p. 83) considère qu'à la suite "des scandales récents [...] notamment de l'affaire Pacquement, l'idée s'est développée dans le public que le marché de la coulisse était aussi peu sûr que possible et qu'il valait mieux, si on était un tant soit peu prudent, s'en tenir éloigné" ; une forte campagne de dénigrement menée par d'anciens clients de Pacquement a contribué au recul du marché.

¹³⁶ Cf. A. Sauvy (1984, III, ch. VII et VIII), J.-N. Jeanneney (1981). En Bourse même, des opérations douteuses amènent le gouvernement à confisquer les profits extraordinaires réalisés par les coulissiers en septembre 1936 (cf. leur évocation discrète dans les Procès-verbaux de l'Assemblée générale extraordinaire du 28 octobre 1936 du Syndicat général des banquiers en valeurs, archives de la SBF, carton SG 27 ; les discussions menées à cette occasion montrent la très forte réticence des coulissiers à fournir les listes des opérateurs aux dates concernées).

Tableau 7.15 : activité de la coulisse pendant la crise

	1933	1934	1935	1936	1937
Mouvements de capitaux: comptant	2,546	1,888	1,877	3,674	6,084
" " " : terme	0,798	0,723	0,962	0,937	
Inscriptions : comptant		21	20	23	19
" " : terme			2	0	3
Suspensions de cotation : comptant		67	92	30	21
" " " : terme			4	0	0
" " " : 2 ^e		31	10	3	
partie					
Passage de la 2 ^e partie au comptant		3	0	0	
Passage du comptant au terme			2	4	
Passage au parquet		2	1	7	5

Légende : les mouvements de capitaux sont les transactions après compensation, en milliards de francs. Les autres données sont en nombre de valeurs. Source : rapports aux Assemblées générales du Syndicat général des banquiers en valeur, Archives de la SBF, carton JA 27.

Les entreprises elles-mêmes doutent de plus en plus de l'intérêt de ce marché. D'une part les banques réclament désormais des commissions si importantes qu'elles font reculer même les entreprises les plus performantes¹³⁷. D'autre part, certaines se rendent également compte du risque qu'il y a pour leur réputation à voir leur valeur et donc leur crédit soumis aux variations d'un marché jugé spéculatif par de plus en plus de gens (c'est particulièrement le cas vis-à-vis de la coulisse). Dès avril 1928, Michelin refuse de fournir les documents nécessaires à la cotation de ses sixièmes de parts en coulisse, suscitant les protestations indignées de la presse financière (les coulissiers passent d'ailleurs outre) ; Bi-Métal l'imité en janvier 1930 (à nouveau pour ses parts de fondateurs), ainsi qu'un nombre croissant d'entreprises à mesure que la crise s'approfondit¹³⁸.

Devant une telle situation, les efforts de lutte contre la crise sont insuffisants. En effet, aucune des tentatives de relance de l'activité par les banques et les coulissiers, qui se traduisent par des remontées temporaires des cours, ne suffit à ramener vers la Bourse la masse des épargnants. La hausse des courtages en pleine crise (*cf.* tableau 7.2) contribue probablement à l'atonie

¹³⁷ Les commissions de placement auraient atteint 15% durant la crise selon Dauphin-Meunier (1936, p. 139).

¹³⁸ Sur les premiers cas, *cf.* Marseilhan (1930, pp. 80ss), qui rappelle que la négociabilité est liée intrinsèquement aux titres d'une société par actions. Dans le même sens, les coulissiers réunis fin 1934 protestent contre le refus de cotation manifesté par certaines sociétés, et revendiquent "nos droits légitimes en matière d'inscription de valeurs à la cote de notre syndicat" (Procès-verbaux de l'Assemblée générale extraordinaire 23 octobre 1934 du Syndicat général des banquiers en valeurs, archives de la SBF, carton SG 27).

du marché¹³⁹, tandis que l'impôt sur les opérations de Bourse à terme et en report, abaissé en 1930, est relevé en 1932, ce qui n'encourage pas une reprise. On a vu que l'adoption d'une législation de protection de l'épargne était trop tardive (les mesures les plus importantes sont adoptées en 1934) ; elle s'avère incapable de relancer la confiance dans le marché. Par ailleurs, l'État intervient peu, que ce soit en faveur de l'épargne ou de l'investissement.

La volonté du gouvernement de restaurer la confiance en améliorant l'image de marque de la coulisse relève d'une philosophie corporatiste à l'opposé de ce qui peut stimuler la Bourse : cette tentative est vouée à l'échec car elle impose une fusion des deux syndicats de coulissiers fin 1930 sans tenir compte des rivalités qui les opposent¹⁴⁰. Elle est soutenue par les plus timorés, tandis que les plus compétitifs soutiennent qu'une telle cartellisation du métier est contraire non seulement à leur intérêt, mais aussi à la culture concurrentielle qui a toujours été celle de la coulisse, et risque de susciter une crainte de concurrence accrue chez la Compagnie des agents de change¹⁴¹.

Mais dans cette période de repli et de protectionnisme, les plus timorés dominent ; la lutte contre les passagers clandestins refusant d'appliquer les courtages minimaux décrétés par le syndicat s'intensifie¹⁴², et la coulisse devient une réplique de la Compagnie des agents de change. Cette transformation est achevée lors de la réforme de 1942, qui supprime durablement tout dynamisme de la Bourse de Paris¹⁴³. On ne peut guère s'étonner que dans un tel contexte, le marché financier soit incapable.

¹³⁹ Cette hausse est certes limitée au parquet, mais les coulissiers cherchent également à se débarrasser des petits ordres qui ne sont plus rentables en période de baisse des cours comme ils pouvaient l'être quand ils étaient le coût à payer pour amener la clientèle à souscrire à de nouvelles émissions.

¹⁴⁰ Ces rivalités apparaissent clairement dans les Procès-verbaux des Assemblées générales du Syndicat général des banquiers en valeurs et des syndicats antérieurs qui prolongent leur existence parallèlement (archives de la SBF, carton SG 27).

¹⁴¹ Arguments développés par Vidal lors de l'Assemblée générale extraordinaire du 20 novembre 1929 du syndicat des banquiers en valeurs au comptant (archives de la SBF, carton SG 27). Les conflits avec la Compagnie des agents de change se multiplient naturellement avec la crise, les cotations au parquet de titres cotés en coulisse étant de plus en plus nécessaires à la survie des agents de change et de plus en plus pénibles pour les coulissiers.

¹⁴² Les Procès-verbaux des Assemblées générales des 17 décembre 1935 et 16 janvier 1936 du Syndicat général des banquiers en valeurs montrent la profondeur des désaccords concernant les remises que les membres du syndicat peuvent effectuer à leurs clients ou intermédiaires. La tendance dominante est de considérer qu'il vaut mieux perdre quelques clients et gagner 30 ou 40% de plus sur les restants, mais que cela impose de renforcer les pouvoirs de la chambre syndicale contre les membres qui n'appliqueraient pas la hausse. Mais les désaccords, pleinement reconnus, bloquent les décisions.

¹⁴³ La loi du 14 février 1942 donne aux coulissiers un statut imité de celui des agents de change, limitant leur nombre, leur interdisant d'assurer la contrepartie sur les ordres de leur clientèle y compris pour les titres inscrits à leur propre cote, leur imposant cautionnement et fonds commun, en échange de quoi ils reçoivent le monopole sur les titres non cotés au parquet,

.0.e d'anticiper et de stimuler la reprise de l'immédiat avant-guerre, reprise qui ne se répercute même que modérément sur son activité.

La surimposition de la fin de la crise de stabilisation et du début de la crise économique entraîne donc un blocage du marché. Les épargnants qui avaient permis le développement du marché durant les années 1920 se replient définitivement vers les titres à revenu fixe qui avaient leur préférence avant-guerre. Pire, ils replacent leur argent dans les caisses d'épargne qui retrouvent dans les années 1930 leurs meilleurs heures depuis longtemps, voire thésaurisent des billets de banque ou de l'or comme en plein XIX^e siècle (Strohl, 1935).

Conclusion

L'image des années 1920 dominante depuis A. Sauvy met un accent trop exclusif sur les aspects réels de la croissance économique et industrielle, en négligeant le prix de l'incertitude liée à l'instabilité très forte de la période, et les chocs massifs sur la répartition du revenu national résultant de l'inflation. L'alliance tacite du XIX^e siècle entre épargnants et emprunteurs, par laquelle les premiers acceptent un rendement faible en échange de sa sécurité (*via* la stabilité des prix) est rompue. Cette rupture est pour l'essentiel le fait des gouvernements, même si les banques et les industriels sont aussi à l'origine d'une part de l'inflation. Elle entraîne un report des épargnants sur les actions durant les années 1920. Ce transfert massif de capitaux est encouragé par des intermédiaires financiers qui ont perdu à cause de la guerre une grande part de leurs sources de revenu antérieurs et auxquels leurs rivalités imposent une conquête rapide de ce nouveau marché qui modifie leurs pratiques et leurs rapports. Ce développement accéléré met le marché des actions au cœur du système financier français pendant quelques années, et permet aux entreprises privées, même de petite taille, d'obtenir un financement abondant qui stimule leur investissement.

La stabilisation du franc, si elle marque la fin de l'inflation, n'entraîne qu'en apparence le retour à un équilibre similaire à celui d'avant-guerre. D'une part les mouvements de capitaux à court terme restent toujours aussi massifs et

monopole protégé par l'interdiction de publier un relevé de cours ; Cauboue (1942, p. 169) en conclut : "les courtiers perdent leur liberté. Ils ne peuvent plus exercer des fonctions de banquier. Ils deviennent des agents de change de seconde zone".

imprévisibles, de sorte que l'instabilité de l'ensemble du système financier se maintient. D'autre part, la stabilisation prend à revers toute l'évolution des années 1920 en permettant aux épargnants de se tourner de nouveau vers les titres à revenu fixe qui ont toujours eu leur préférence. Le changement n'est pas sans difficultés pour les intermédiaires, et les met en position de faiblesse lorsque la crise débute en France. Celle-ci frappe durement les sociétés, accentue la méfiance des épargnants envers les actions, les amène bientôt à fuir hors du marché financier, et contribue au développement d'une hostilité envers les banques, les entreprises et le capitalisme en général que l'on retrouve dans toutes les idéologies qui se développent alors. En témoigne la facilité avec laquelle sont acceptées dans une population récemment encore réputée pour son épargne mobilière, les nationalisations successives de la Banque de France, des chemins de fer, de certaines compagnies de navigation, plus tard des grandes banques et compagnies d'assurance, des houillères et de la production et distribution de gaz et d'électricité, soit la plus grande part de la capitalisation boursière de 1936. L'idylle entre l'épargnant français et les titres privés n'a duré qu'un matin.

Sources et bibliographie

*Comme nous l'avons signalé, les contemporains s'intéressaient beaucoup moins à la Bourse du point de vue du financement des entreprises que de celui de la gestion de portefeuille ou de celui des finances publiques. Notre sujet ne pouvait donc pas s'appuyer sur des études antérieures contemporaines, qu'elles émanassent d'économistes ou de l'administration. Les archives de la Bourse ont confirmé la difficulté à l'étudier en utilisant la documentation de l'époque. Elles ont permis essentiellement de compléter l'information sur certains points particulièrement obscurs. En revanche, notre perspective a pu être éclairée par le recours aux informations élémentaires sur les entreprises cotées qui étaient recueillies de manière homogène et publiées par les autorités boursières dans les **Annuaire**s des différentes cotes. Ceux-ci sont inclus dans la bibliographie ci-dessous.*

Archives

Les archives de la Société des Bourses françaises constituent le principal fonds concernant l'histoire de la Bourse de Paris. Malheureusement, ces archives sont encore en début de classement, et leur volume considérable empêche de s'y plonger avec un espoir de découverte fructueuse (plusieurs milliers de cartons, pour l'essentiel des relevés d'opérations informatisés concernant les vingt dernières années, à en juger par un sondage). Nous n'avons disposé pour notre recherche que d'une liste ancienne, imprécise et souvent inexacte des cartons. C'est à partir de cette liste que nous avons trouvé les indications citées dans les chapitres 6 et 7.

Les archives du ministère des finances nous ont accueilli avec obligeance, mais se sont révélés pauvres concernant notre période, au moins pour les aspects statistiques (par contre, des dossiers considérables sont consacrés aux aspects institutionnels de la Bourse, que nous avons pour l'essentiel laissés de côté). Il en est de même des archives de l'Association nationale des porteurs de valeurs mobilières (Archives nationales, série 65 AQ) qui s'intéresse uniquement aux titres étrangers.

Nous ne fournissons ci-dessous que quelques indications plus précises sur les cartons les plus utiles pour notre travail dans les archives de la SBF et du SAEF.

Archives de la SBF (ancien classement)

Cartons JA 26 et 27

Caisse spéciale des reports et des règlements (1927-61) : registres des délibérations des Assemblées générales et du Conseil d'administration. Procès-

verbaux des Assemblées générales de la coulisse de la rente (1892-1908) ; de la chambre syndicale du syndicat des banquiers en valeurs (réunion hebdomadaire, comptant et terme, 1919-1932) ; des Assemblées générales du syndicat des banquiers en valeurs au comptant (1924-1938) ; des réunions des chambres syndicales des syndicats du comptant et du terme.

Carton JZ

Dossiers 36 à 86 : bulletin officiel des oppositions (1873-1979).

Dossier B 81 : fusion des marchés.

Cartons K58 à 72

Journal de la Chambre syndicale des agents de change, 1818-1940.

Carton K64

Rapports annuels de la commission de comptabilité de la CAC, 1864-1914, et procès-verbaux de la commission de comptabilité, 1914-1953.

Carton K65

Bilans de la CAC 1909-1912 (commissions aux agents de change pour diverses émissions, comptabilité de l'imprimerie de la Bourse, état mensuel du timbre) ; puis 2 bilans par an après 1914 ; timbre annuel 1894-1915 en 1921-23.

Carton SG 6

Dossiers A.210.1 (et sous-cotes) : documents du Congrès international de l'épargne (1953). Documents de la Commission de protection de l'épargne (1929-30). Note sur la spéculation (avec positions à terme en 1933-1934). Mesures de protection de l'épargne. Projet de livre historique de R. Tendron sur la Bourse, et notes préparatoires des membres de la CSAC.

Carton SG7

Dossiers A.211 (et sous cotes) : Commissions diverses sur la Bourse, et notes sur la tenue de la Bourse (1859-1939). Notes sur la réorganisation du marché en 1898.

Carton SG 20

Dossier H.01 : projet d'un Institut national des valeurs mobilières (juillet 1941). Bibliographie boursière 1933-1937.

Dossier H.03 note sur la conjoncture boursière 1914-1946 ; note sur l'influence de la dépréciation monétaire sur les revenus du travail et du capital (mai 1943). Statistiques boursières diverses 1914-1953 et coupures de presse.

Dossier H.022 : rapport Moreau-Néret (1949).

Carton SG 21

dossier H.620 : documents de la fédération des porteurs de valeurs mobilières (débat fiscal des années 1930) ; capitalisation boursière détaillée au 31/3/1933.

Dossier H.621 : documentation de la Fédération des porteurs de valeurs mobilières pour la défense de l'épargne française (fondée en juin 1926) : essentiellement valeurs étrangères, et notes sur la fiscalité (1926).

Carton SG 27

Procès-verbaux des Assemblées générales des banquiers en valeurs près de la Bourse de Paris, 1934-1938 (vie du syndicat, mouvements de capitaux, admissions et radiations).

Archives du Ministère des finances (SAEF)

Dossier B.33 236/1 : impôt sur les opérations de Bourse (détail mensuel 1928-29 ; détail par payeur 1894-96).

Dossier B 43 347/2 : impôt sur les opérations de Bourse (détail par opération 1931-33).

Dossier B 43 348/1 : introductions en 1895

Dossier B 43 348/2 : liste des maisons de coulisse vers 1893. Détail des opérations boursières en 1906.

Dossier B 52 523 : statistique des droits d'enregistrement.

Bibliographie

Du fait de la pauvreté ou du manque de classement des archives, nous avons utilisé principalement des sources imprimées, d'ailleurs considérables et largement inexploitées jusqu'à présent. Celles-ci sont incluses dans la bibliographie ci-dessous, avec les ouvrages plus récents qui ont permis de comprendre l'environnement économique du marché financier ou d'étayer notre problématique grâce aux recherches récentes. L'ensemble est classé par ordre alphabétique d'auteur.

La bibliographie sur les questions financières étant presque infinie, nous ne signalons ci-dessous que les articles et ouvrages que nous avons utilisés. Nous avons indiqué dans la plupart des cas la cote des ouvrages anciens dans la bibliothèque où nous les avons consultés (BN : bibliothèque nationale ; BSG : bibliothèque Sainte Geneviève ; BC : bibliothèque Cujas ; IÉP : bibliothèque de l'Institut d'études politiques de Paris ; ÉNS : bibliothèque de l'École normale supérieure ; BSS : bibliothèque de sciences sociales de l'ÉNS). Le lieu d'édition est Paris sauf mention différente.

AARON H.J. & J.A. PECHMAN (dir.), *How taxes affect economic behavior*, Washington D.C., The Brookings institution, 1981.

AARON H.J., "Inflation and the income tax", *American economic review*, LVI, n°2, mai 1976, p.193-199.

AFTALION A., *Monnaie, prix et change*, Sirey, 1950.

AGHION Ph. & P. BOLTON, "An incomplete contracts approach to financial contracting", *Review of economic studies*, LIX, n°3, juillet 1992, p.473-494.

AKERLOF G.A., "The market for "lemons" : qualitative uncertainty and the market mechanism", *Quarterly journal of economics*, LXXXIV, 1970, p.488-500.

AKERLOF G.A. & J.L. YELLEN, "Can small deviations from rationality make significant differences to economic equilibria ?", *American economic review*, LXXV, n°4, septembre 1985, p.708-720

ALCHIAN A.A. & H. DEMSETZ, "Production, information costs, and economic organization", *American economic review*, LXII, n°5, 1972, p.577-795.

ALLIX E. & M. LECERCLE, *L'impôt sur le revenu*, A. Rousseau, 1926.

ALLIX E. & M. LECERCLE, *Guide complet du contribuable*, Hachette, 1928.

ALLIX E. & M. LECERCLE, *Les droits d'enregistrement*, A. Rousseau, 1933.

Almanach Financier (I. Rousset dir.), Paris, Le journal financier éd., annuel 1867-1940, [BN 8°V462 (complet sauf 1870 & 1871)].

ANDRE A., "Étude psychologique sur les comportements à l'égard des valeurs mobilières", *Revue économique*, XXII n°6, nov. 1971, p.1012-54.

ANDRIEU C., *Les nationalisations de la Libération*, FNSP, 1987.

Annuaire analytique des sociétés cotées à Paris, Bordeaux, Lille, Lyon Marseille, Nancy, Nantes, Toulouse. Société d'études et de statistiques financières, [BC 9720 : 1928] [BN Fol V 6151 : 1929 ; 4°V 19288 : 1934].

Annuaire Chaix : [BC 45621] [BN 8°V24.882 : 1892-1897].

Annuaire de la compagnie des agents de change de Lyon, A. Rey, [BSG AE 4° SUP 456 (1909-11, 1912-14, 1914-20, 1924-25)] [BN.4°V5670 : 1920-25, 1926-30, 1931-36].

Annuaire de la compagnie des agents de change de Lille, Lille, Danel, périodicité irrégulière. (1892, 1907, 1920, 1924)

Annuaire général des sociétés françaises par actions et des principales sociétés étrangères (cotées et non cotées), L'Information éd. (1898 à 1907).

Annuaire des valeurs admises à la cote du syndicat des banquiers, [BN 4°V7247] [IEP Coll 4° 772]

Annuaire des valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Paris. [BSG AE 8° SUP 334 : 1880, 1883, 1888-1894, 1896, 1900, 1902, 1905-14, 1935-36] [BC 45.468 : 1893, 1898, 1903, 1910-15, 1917] [BN 8°4617 : 1880-1904, et 4°6252 : après 1905].

Annuaire Desfossés , [BN 8°V14041 : 1904, 1911-14, 1920, 1925, 1930ss, et 4° V 6363 : 1907-10] [BSG AE 8° SUP 1.336 : 1907-08, 1910-13, 1945-46] [Institut d'histoire économique et sociale de la Sorbonne : 1907-14,1917, 1925, 1928, 1931-35] ; avant 1912, cet*Annuaire* ne comporte que les sociétés cotées en coulisse.

Annuaire statistique de la France, Imprimerie nationale ; surtout les annuaires rétrospectifs 1929, 1949, 1951, 1961, 1966.

A.N.S.A. (Association nationale des sociétés par actions), *La réforme du code fiscal des valeurs mobilières*, A.N.S.A.,1941.

A.N.S.A., *La taxe exceptionnelle sur la plus-value des valeurs mobilières*, A.N.S.A., 1941.

A.N.S.A., *La forme et la négociation des actions*, A.N.S.A., 1942.

A.N.S.A., *Régime fiscal des fusions de sociétés*, A.N.S.A., 1942.

ARDANT G., *Histoire de l'impôt*, Fayard, 1972.

ARDANT G., *Théorie sociologique de l'impôt*, S.E.V.P.E.N., 1965.

ARROW K.J., "Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques", *Économétrie*, CNRS, 1953, p.41-47, [traduction anglaise : "The role of securities in the optimal allocation of risk-bearing", *Review of economic studies*, XXXI, n°86, avril 1964, p.91-96].

ARTUS P., M. DELEAU & P. MALGRANGE, *Modélisation macroéconomique*, Économica, 1986.

ARTUS P., "Une note sur la validité du modèle de q de Tobin pour la France", *Cahiers économiques et monétaires*, n°29, Banque de France, 1988, p.33-48.

ASSELAIN J.-Ch., *Histoire économique de la France du XVIII^e siècle à nos jours*, Seuil, 1984.

ATJE R. & B. JOVANEVIC, "Stock markets and development", *European economic review*, XXXVII, 1993, p.632-40.

AUERBACH A.J. & M.A. KING, "Taxation, portfolio choice, and debt-equity ratios : a general equilibrium model", *Quarterly journal of economics*, XCVIII, n°4, novembre 1983, p.587-609.

AUPETIT A. & alii, *Les grands marchés financiers*, F. Alcan, 1912, [BN 16°V3311].

AUTUME A., *La macroéconomie à l'ancienne*, Document de travail Delta, n°1989-01.

BABEAU A., *Le patrimoine aujourd'hui*, Nathan, 1988.

BALDY E., *Les banques d'affaires en France depuis 1900*, Thèse, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1922.

BALLEY P., *La Bourse, mythes et réalités*, PUF, 1987.

BANDT O. de & P. JACQUINOT, "The financing of corporate firms in France", *Economic Modelling*, IX, n°3, juillet 1992, p.253-269.

Banque (La) d'escompte, en hommage à Georges Wormser, s.l.n.d. (Paris, vers 1993).

BAROIS Ch., *Les taxes spéciales sur les réserves*, L.G.D.J., 1939.

BARSKY R.B. & J.B. DE LONG, "Why does the stock market fluctuate ?", N.B.E.R, WP n°3995, janvier 1992.

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, p.199-237.

BAUDANT A., *Pont-à-Mousson (1918-1939) Stratégies industrielles d'une dynastie lorraine*, Publications de la Sorbonne, 1980.

BAUDE L., *Traité complet de contrôle et expertises comptables*, Bruxelles, Les éditions comptables, 4^e édition, 1952, [BN 4° R 6554].

BAUMOL W.J., "The transactions demand for cash : an inventory theoretic approach", *Quarterly journal of economics*, LXVI, n°4, 1952, p.545-556.

BAUMOL W.J. & B.G. MALKIEL, "The firm's optimal debt-equity combination and the cost of capital", *Quarterly journal of economics*, LXXXI, novembre 1967, p.547-578.

BECQUE E., *L'internationalisation des capitaux*, Montpellier, Imp. du Midi, 1912, [BN 8°R 25970].

BENCIVENGA V. & B.D. SMITH, "Financial intermediation and endogenous growth", *Review of economic studies*, LVIII, n°194, avril 1991, p.195-209.

BERGLÖF E., "Capital structure as a mechanism of control : a comparison of financial systems", in : M. Aoki, B. Gustafsson & O.E. Williamson, *The firm as a nexus of treaties*, Londres, Sage publications, 1990, p.237-262.

BERLE A.A. & G.C. MEANS, *The modern corporation and private property*, New-York, Macmillan, 1933.

BERNANKE B.S., "Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression", *American economic review*, LXXIII, n°3, juin 1983, p.257-276.

BERNSTEIN P., *Capital Ideas : the improbable origins of modern Wall Street*, New-York, Free Press, 1991.

BERTHELEMY J.-C. & A. VAROUDAKIS, "Intermédiation financière et croissance endogène", *Revue économique*, XLV, n°3, mai 1994, p.737-50.

BESSON E., *Traité pratique de l'impôt*, Dalloz, 1921.

BESSON E., *Traité pratique des impôts cédulaires et de l'impôt général sur le revenu*, Dalloz, 1922, 1927, 1931 (supplément).

BETTELHEIM Ch., *Bilan de l'économie française, 1919-1946*, PUF, 1947.

BHATTACHARYA S., "Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy", *Bell journal of economics*, X, n°1, 1979, p.259-270.

BHATTACHARYA S., "Corporate finance and the legacy of Miller and Modigliani", *Journal of economic perspectives*, II, n°4, fall 1988, p.135-147.

BHATTACHARYA S. & G.M. CONSTANTINIDES, *Frontiers of financial theory*, Totowa, Littlefield and Adams, 1988.

BIACABE P., "D'une intermédiation financière à une autre : le cas de la désintermédiation", *Revue d'économie financière*, n°4, mars 1988, p.34-51.

BIGO R., *Les bases historiques de la finance moderne*, A. Colin, 1933.

BIGO R., *Les banques françaises au cours du XIX^e siècle*, Sirey, 1947.

BIZONGO, *Le marché financier français, 1960-78*, thèse, Paris IX, 1981.

BLACK F. & M. SCHOLES, "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of political economy*, LXXXI, n°3, mai 1973, p.637-654.

BLANCHON D. & F. FERRANDIER, "L'évolution récente du système financier français : les mots et les choses", *Economie et société*, série Economie monétaire, n°1, 1988, p.7-30.

BLOCH J., *Le problème de l'imposition de la rente*, M. Lavergne, 1939.

BOBE B. & P. LLAU, *Fiscalité et choix économiques*, Calmann-Lévy, 1978.

BOCCARA P., "Eléments sur les transformations du capitalisme entre les deux guerres et le passage au capitalisme monopoliste d'état", *Cahiers Maurice Thorez*, n°16, 1976.

BOCQUET L., *L'impôt sur le revenu global et cédulaire*, Sirey, 1918, 1919 (supplément), 1921, 1923 (supplément), 1926.

BOECKH J.A. & R.T. COGHLAN, *The stock market and inflation*, Homewood (Ill.), Dow Jones-Irwin, 1980.

BOISIVON J.-P., *Les entreprises et la Bourse, les augmentations de capital des sociétés cotées, 1966-1975*, thèse, Paris X, 1978.

BOISSIERE G., *La Compagnie des agents de change et le marché officiel de la Bourse de Paris*, Rousseau, 1908, 2^e édition en 1925, [BC 201.833 et 44.770].

BOISSIEU Ch. de, *La structure des taux d'intérêt*, Economica, 1976.

BOISSIEU Ch. de, "Économie d'endettement - économie de marché financier et taux d'intérêt", in : A. Barrère (dir), *Keynes aujourd'hui*, Economica, 1985, p.337-358.

BOISSIEU Ch. de, "Quelques réflexions sur l'analyse économique des innovations financières", *Économie Appliquée*, XXXIX, n°3, 1986, p.449-472.

BOISSIEU Ch. de & J.-L. GUGLIELMI, *Formation et rôle des taux d'intérêt*, Economica, 1982.

BONIN H., *La Banque nationale de crédit de 1913 à 1932*, Thèse, Paris X, 1978.

BORCH K., "The capital structure of a firm", *Swedish Journal of Economics*, LXXI, n°1, mars 1969, p.1-13.

BOUDON G., *La Bourse et ses hôtes*, F. Ciret, 1896, [BC 125.180].

- BOULLE R., *Les grands établissements de crédit devant la crise*, Sirey, 1938.
- BOURCART G., *De l'organisation et des pouvoirs des assemblées générales dans les sociétés par actions, notamment du point de vue des modifications à apporter aux statuts*, L.G.D.J., 1905, [BC 36.394].
- BOURDIEU J. & B. COLIN-SEDILLOT, "Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années quatre-vingt", *Économie et Statistique*, n°268-69, 1993-8/9, p.87-100.
- BOURGUINAT H. & P. ARTUS (dir.), *Théorie économique et crises des marchés financiers*, Economica, 1989.
- BOUSSEMART B. & J.-C. RABIER, *Le dossier Agache-Willot*, FNSP, 1983.
- BOUTON A., *La fin des rentiers*, M.-P. Trémois, 1931, [BC 43 786].
- 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, repris dans *Histoire économique et histoire sociale*, Droz, Genève, 1968, p.93-134.
- BOUVIER J., *Le Crédit Lyonnais de 1863 à 1882. Les années de formation d'une banque de dépôt*, S.E.V.P.E.N., 1961, 2 volumes.
- BOUVIER J., *Les deux scandales de Panama*, Julliard, 1964.
- BOUVIER J., "Les banques", in : A. Sauvy (1972), p.204-233.
- BOUVIER J., *Un siècle de banque française*, Hachette, 1973.
- BOUVIER J., "L'extension des réseaux de circulation de la monnaie et de l'épargne" in : F. Braudel & E. Labrousse (dir.), *Histoire économique et sociale de la France*, tome IV, vol. 1, PUF, 1979, pp. 161-198.
- BOUVIER J., "Monnaie et banque d'un après-guerre à l'autre : 1919-1945", in : F. Braudel & E. Labrousse (dir.), *Histoire économique et sociale de la France*, tome IV, vol. 2, PUF, 1980, p.687-725.
- BOUVIER J., "The french banks, inflation and the economic crisis, 1919-1939", *The journal of european economic history*, XIII (2), n° spécial, automne 1984, p.29-80.
- BOUVIER J., F. FURET & M. GILLET, *Le mouvement du profit en France au XIX^e siècle*, Mouton, 1965.

BOUVIER J., J. ROUGERIE & P. VERLEY, "Système bancaire et inflation en France au XX^e siècle", *Revue internationale d'histoire de la banque*, n°19, 1980, p.250-319.

BOUVIER J. & J. WOLFF (dir.), *Deux siècles de fiscalité française, XIX^e-XX^e siècles*, Mouton, 1973.

BOYER M.-T., G. DELEPLACE & L. GILLARD, "À la recherche d'un âge d'or des marchés financiers : intégration et efficience au XVIII^e siècle", *Cahiers d'économie politique*, n°20-21, 1992.

BRAINARD W.C. & J. TOBIN, "Pitfalls in financial model building", *American economic review*, LVIII, mai 1968, p.99-122.

BRENNAN M.J., "Taxes, market valuation and corporate financial policy", *National tax journal*, XXIII, dec. 1970.

BROCHIER H., "Les variations de l'intérêt et le volume de l'endettement", *Revue économique*, III, n°2, 1952 (a), p.246-73.

BROCHIER H., "Autofinancement des entreprises et théorie économique", *Revue économique*, III, n°5, 1952 (b), p.609-35.

BROCHIER H., "Étude statistique du comportement des entreprises vis-à-vis du marché financier", *Revue économique*, VII, n°4, juillet 1956, p.513ss.

BROCHIER H., "Structures nationales et systèmes fiscaux", *Revue de science et de législation financière*, n°2, 1952, p.171-192.

Bulletin de la Statistique générale de la France (et Supplément), Imprimerie nationale, [BC 23.206].

Bulletin de statistique et de législation comparées, Imprimerie nationale, [BC 45.378]

Bulletin mensuel de statistique de la Société des nations, Genève, S.D.N., [BC 45.732].

BUSSIÈRE É., "Entre la banque mixte et la banque d'affaires : la Banque de Paris et des Pays-Bas et sa stratégie industrielle, 1900-1930", *Entreprises et Histoire*, n°2, décembre 1992 (a).

BUSSIÈRE É., *Paribas, l'Europe et le Monde, 1872-1992*, Anvers, Fonds Mercator, 1992 (b).

BUTTERS J.K., "Taxation, incentives, and financial capacity", in : *Readings in fiscal policy*, Allen & Unwin, Londres, 1955, p.502-518.

Caisse des dépôts et consignations, 1816-1986, CDC, 1988.

CALOMIRIS C.W., R.G. HUBBARD & J.H. STOCK, "Firm heterogeneity, internal finance and credit rationing", *NBER Working paper*, n°2497, janvier 1988.

CAMERON R.E. (dir.), *Banking at the Early Stages of Industrialisation*, New-York, Oxford U.P., 1967.

CAMERON, R.E., *France and the economic development of Europe, 1800-1914*, Princeton, 1961, [traduction française, Seuil, 1971].

CAMERON R.E., "L'exportation des capitaux français", *Revue d'histoire économique et sociale*, XXXIII, 1955, p.347-353.

CAMPBELL T.S., "Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, XIV, 1979, p.913-24.

CARROLL M.B., *Taxation of securities in Europe*, U.S. Government printing office, Washington D.C., 1925.

CARROLL M.B., *Taxation of business in France*, U.S. Government printing office, Washington D.C., 1931.

CARROLL M.B., *L'imposition des entreprises*, Genève, S.D.N., 1932ss, [BC 9986 15 A].

CARON F., "Investment strategy in France", in : H. Daems & J. Van der Wee 1974, p.96-144.

CARON F., "La stratégie des investissements en France", *Revue d'histoire économique et sociale*, LIV, n°1, 1976, p.64-117.

CARON F., "L'évolution de la concentration des entreprises au XX^e siècle", in : *Entreprises et entrepreneurs, XIX^e-XX^e siècles*, Congrès de l'Association française des historiens économistes, mars 1980, Presses de l'Université de Paris-Sorbonne, 1983, p.184-198.

CARON F., *Le résistant déclin des sociétés industrielles*, Perrin, 1985,

CARRE J.-J., P. DUBOIS & MALINVAUD E., *La croissance française*, Seuil, 1972.

CASSIS Y., *Les banquiers de la City à l'époque Edouardienne, 1890-1914*, Genève, Droz, 1984.

- CASSIS Y., *La City de Londres, 1870-1914*, Belin, 1987.
- CASSIS Y., *Finance and financiers in European history, 1880-1960*, Cambridge, Cambridge U. P., 1992.
- CAUBOUÉ P., "La concentration des entreprises en France de 1914 à 1919", *Revue d'économie politique*, juillet 1920, p.479-88.
- CAUBOUÉ P., *Banque et problèmes bancaires du temps présent*, PUF, 1942, [ENS SG ep.1980 8°].
- CAUSSADE C., *Devant l'impôt*, éd. de la section juridique et fiscale, 1934 (nouvelle édition, éd. du cabinet C. Caussade, 1939)
- CAYEZ P., "Structures et stratégie de groupe : le cas de la société Souchon-Neuvesel, 1900-1940", in : *Entreprises et entrepreneurs, XIX^e-XX^e siècles*, Congrès de l'Association française des historiens économistes, mars 1980, Presses de l'Université de Paris-Sorbonne, 1983, p.132-148.
- CELLERIER L., *Études sur les sociétés anonymes*, Sirey, 1905, [BC 36.332].
- CHADEAU A., "L'inflation et le financement des entreprises", *Économie et statistiques*, n°25, juillet-août 1971, p.23-32.
- CHADEAU A., "Les comptes d'entreprises et l'histoire des entreprises, note méthodologique", IHTP, 1983.
- CHADEAU E., *De Blériot à Dassault, l'industrie aéronautique en France, 1900-1950*, Fayard, 1987.
- CHADEAU E., *Latécoère*, O. Orban, 1990.
- CHANDLER A.D., *Strategy and structure*, New-York, 1966, [trad. fr. Éd. d'organisation, 1972].
- CHANDLER A.D., *The visible hand : the managerial revolution in american business*, Cambridge : Harvard university press, 1977.
- CHANDLER A.D., *Scale and scope : the dynamics of industrial capitalism*, Cambridge, Harvard university press, 1990.
- CHANDLER A.D., "What is a firm ?", *European economic review*, XXXVI, n°2-3, avril 1992, p.483-92.
- CHANDLER A.D. & H. DAEMS, *Managerial Hierarchies, Comparative Perspectives on the Rise of Modern Industrial Enterprise*, Cambridge, Harvard U.P., 1980.

- CHAROUSSET J., *Essai sur la réorganisation du marché financier*, Rousseau, 1899, [BC 11.830].
- CHARPENAY G., *Les banques régionalistes*, Éd. de la Nouvelle revue critique, 1939.
- CHARREAUX G., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Economica, 1987.
- CHARREAUX G., "Structure de propriété, relation d'agence et performance financière", *Revue économique*, XLII, n°2, mai 1991, p.521-552.
- CHAUVEAU Th., *Le marché obligataire français 1950-1976*, thèse Paris X, 1976.
- CLOUGH S.B., "Taxation and capital formation since 1870 in France, Italy and the U.S.", *Proceedings of the 3^d international conference of economic history*, Munich, 1965, Paris, Mouton, 1968, p.805-815.
- COART-FRESART M.-P., "De l'augmentation de capital des sociétés anonymes par l'incorporation des réserves du point de vue du droit commercial et de la taxe mobilière", *Revue pratique des sociétés*, 1927, p.1ss.
- COASE R.H., "The nature of the firm", *Economica*, 1937, p.386-405.
- COBBAUT R., *Théorie financière*, Economica, 1987.
- COHEN D. H., *La protection de l'épargne*, Grasset, 1935.
- COHEN K.J., *The microstructure of securities markets*, Englewood Cliffs (N.J.) : Prentice Hall, 1986.
- COLASSE B., "Les trois âges de la comptabilité", *Revue française de gestion*, n°70, septembre-octobre 1988, p.83-88.
- COLIN M., *Des mesures à prendre pour défendre l'épargne dans les sociétés par actions*, Sirey, 1911, [BN 8°F 22019].
- COLLING A., *La prodigieuse histoire de la Bourse*, S.E.F., 1949.
- COLONJON F. DE & H. CANTREL, *Traité de l'enregistrement*, P. Dupont, 1899, 2 volumes.
- COLSON C., *Cours d'économie politique* (édition définitive), Gauthier-Villars, 7 volumes, 1924-33.

Compagnie des agents de change de Paris, *Cours authentique*, (depuis 1866), [BN FoIV 95].

Congrès international des valeurs mobilières, Paul Dupont, 1900, 4 vol., [Cujas 50794].

Congrès international pour l'étude des problèmes de l'épargne, Imprimerie nationale, 1957.

COPE S. R., "The stock exchange revisited : a new look at the market in securities in London in the eighteenth century", *Economica*, XLV, 1978, p.1-22.

COPELAND T.E. & WESTON J.F., *Financial theory and corporate policy*, Reading (Ma) : Addison Wesley, 1983.

COPIN L., *L'impôt sur le revenu*, L.G.D.J., 1923, [BN 8°Lf¹⁶⁵ 335].

CORBIN Ch., *Financement, autofinancement et administration des grandes entreprises*, Dalloz, 1953.

COSTE A., "Les bénéfiques comparés du travail et du capital dans l'accroissement de la richesse depuis 50 ans", *Journal de la société de statistique de Paris*, déc. 1896, p.438-52.

COSTE P., *La lutte pour la suprématie : les grands marchés financiers : Paris, Londres, New-York*, Payot, 1932.

Cote Desfossés, [BN (1920-1992) V 4180].

COTTRELL P.L., *British overseas investment in the nineteenth century*, Londres : Macmillan, 1975.

COTTRELL P.L., *Industrial finance, 1830-1914, the finance and organization of british manufacturing industry*, Londres : Methuen, 1980.

COURBIS R., "Le comportement d'autofinancement des entreprises", *Économie Appliquée*, XXI n°3-4, 1968, p.748-821.

COURBIS R., *Compétitivité et croissance en économie concurrencée*, 2 volumes, Dunod, 1975.

CROUZET F., *Capital formation in the industrial revolution*, Londres : Methuen, 1972.

DAEMS H. & H. VAN DER WEE (dir.), *The rise of managerial capitalism*, Leuven U.P. & Martinus Nijhoff, 1974.

- DALSACE A., *Théorie et pratique comptables*, PUF, 1963.
- DAUMARD A., "La fortune mobilière selon les milieux sociaux (XIX^e-XX^e siècles)", *Revue d'histoire économique et sociale*, n°3, 1966, p.364-92.
- DAUMARD A. (dir.), *Les fortunes françaises au XIX^e siècle*, Mouton-EPHE, 1973.
- DAUPHIN-MEUNIER A., *La banque, 1919-1935*, Gallimard, 1936a.
- DAUPHIN-MEUNIER A., *La Banque de France*, Gallimard, 1936b.
- DAVID R., *La protection des minorités dans les sociétés par actions*, thèse, Paris, Sirey, 1928.
- DAVIET J.-P., *La compagnie de Saint-Gobain de 1830 à 1930*, thèse, Paris-I, 1983.
- DAVIS L., "Capital mobility and economic growth", in : R. Fogel & S. Engerman (dir.) *The reinterpretation of american economic history*, Harper & Row, New-York, 1971.
- DAVIS L., "The capital markets and industrial concentration ; the U.S. and U.K., a comparative study", *Economic history review*, XIX, n°2, 1966, p.255-72.
- DAVIS L. & R. GALLMAN, "Sophisticates, rubes, financiers, and the evolution of capital markets : US-UK finance, 1865-1914", communication aux conférences franco-américaines, N.B.E.R, 15 juillet 1993.
- DE LONG J.B. & R.S. GROSSMAN, "'Excess volatility" on the London Stock market, 1870-1990", Miméo, novembre 1992.
- DE ANGELO H. & R.W. MASULIS, "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", *Journal of financial economics*, mars 1980, p.3-29.
- DECOUDU, "Les valeurs négociables inscrites à la cote officielle de la Bourse de Paris", *Congrès international des valeurs mobilières* (1900), vol.2, n°44.
- DECOURDEMANCHE J.A., *Manuel des valeurs cotées hors parquet à la Bourse de Paris*, Desfossés éd., 1893, 1897 et 1899 [respectivement BN 8°V24615, BN 8°V26857 et BN 8°V12465].
- DECUGIS H., "De l'établissement des comptes de réserve et d'amortissement dans les sociétés par actions", *Journal des sociétés*, 1903, p.481-490, [BN 8°F2317].

DECUGIS H., *Les actions de priorité et les actions d'apport négociables en cas de fusion, commentaire de la loi du 17 novembre 1903*, L. Larose, 1904, [BN 8° F 15368], 3^e éd. en 1911 [8°F 22111].

DECUGIS H., *Guide pratique des fondateurs de sociétés par actions*, Larose & Tenin, 1910, [BN 8°F 21369].

DECUGIS H., *Traité pratique des sociétés*, Larose & Tenin, 3^e éd. en 1919 [BN 8°F 26545] et rééd. en 1925 [BN 8°F 29705] et 1931 [BN 4°F 2568].

DELANNEY L., *Le marché des valeurs mobilières en France (1900-1927)*, PUF, 1928, [BN 8°V 47565].

DELORME R. & Ch. ANDRE, *L'État et l'économie, 1870-1980*, Seuil, 1983.

DEMSETZ H., "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of laws and economics*, XXVI, juin 1983, p.375-393.

DEMUR E., *Le comptable*, Eyrolles, 11^e éd., 1939.

DENIZET J., *Monnaie et financement*, Dunod, 1967.

DENIZET J., *Monnaie et financement dans les années 1980*, Dunod, 1982.

DENIZET J., "Opérations financières et comptabilité économique", *Revue économique*, VI, mai 1955, p.406-426.

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.

DENUC J., "Structure des entreprises", in Ch. Rist et G. Pirou (1939), p.220-263.

DESSAISONS A., *Le contrôle du marché financier de Paris par les pouvoirs publics*, thèse, Paris, Chauny & Quinsec, 1927, [BN 8°V47042].

DESSIRIER J., "La prévision statistique des mouvements des valeurs de Bourse", *Journal de la société de statistique de Paris*, mai 1928, p.153-94.

DESSIRIER J., "Nouveaux essais de statistiques sur les mouvements boursiers", *Journal de la société de statistique de Paris*, janvier 1929, p.35-83.

DESSIRIER J., "Secteurs «abrité» et «non abrité» dans le déséquilibre actuel de l'économie française", *Revue d'économie politique*, n°4, juillet-août 1935, p.1330-1358.

DETRY A., *L'épargne obligatoire*, Lavergne imp., 1942, [BN 8° F 42576].

Dette (La) publique aux XVIII^e et XIX^e siècles. Son développement sur le plan local, régional et national, Bruxelles, Crédit communal de Belgique, 1980.

DEVILLE L., *Les crises de la Bourse de Paris (1870-1910)*, thèse, Paris, Giard & Brière, 1911, [BN 8° F 22333].

DEVILLEZ H., "Le rôle économique de l'Etat et la réforme de la comptabilité", *Revue d'économie politique*, n°1, janv. 1935, p.129-162.

DIAMOND D., "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of economic studies*, LI, 1984, p.393-414.

DICKSON P.G.M., *The financial revolution in England : a study in the development of public credit*, New-York, St Martin's Press, 1967.

DIETERLEN P., "L'épargne", in : Ch. Rist & G. Pirou (1939), p.393-438.

DIVISIA R., J. DUPIN & R. GOY, *À la recherche du Franc perdu*, Blanchard imp., 1954.

DOMAR E.D. & R.A. MUSGRAVE, "Proportional income taxation and risk-taking", *Quarterly journal of economics*, n°58, 1944, p.388-422.

DUCROS B., "Fluidité et atomicité de l'offre et de la demande de capitaux", *Revue économique*, III, n°5, 1952, p.636-666.

DUCROS B., *L'action des grands marchés financiers sur l'équilibre monétaire*, A. Colin, 1952.

DUPLESSIS F., *Comptabilité des sociétés par actions*, Marchal & Billard, 1903, [BN 8° V piece 14554].

EASTERBROOK F.H., "Two agency-cost explanations of dividends", *American economic review*, LXXIV, n°4, sept. 1984, p.650-659.

Économie appliquée, XXI, n°3-4, 1968, n° spécial sur l'autofinancement.

EDELSTEIN M., "Realized rates of return on U.K. home and overseas portfolio investment in the age of high imperialism", *Explorations in economic history*, n°13, 1976, p.283-329.

EICHENGREEN B., *Golden Fetters*, Oxford U.P., 1992.

EICHENGREEN, B. & Ch. WYPLOSZ, "The Economic Consequences of the Franc Poincaré", in : E. Helpman & al. (dir.), *Economic Effects of the Government Budget*, Cambridge (Ma.) : MIT Press, 1988.

EINZIG P., *The theory of forward exchange rates*, Londres, Macmillan, 1937.

ELTON E.J. & M.J. GRUBER, "Marginal stockholder tax rates and the clientele effect", *Review of economics and statistics*, février 1970, p.68-74.

E.N.S.A.E., *Statistique des valeurs mobilières*, 1963.

EVANS J.L. & S.H. ARCHER, "Diversification and the reduction of dispersion : an empirical analysis", *Journal of finance*, déc. 1968.

EWALD F., *L'État providence*, Fayard, 1986.

FAMA E.F. & M.C. JENSEN, "Separation of ownership and control", *Journal of laws and economics*, XXVI, juin 1983 (a), p.301-325.

FAMA E.F. & M.C. JENSEN, "Agency problems and residual claims", *Journal of laws and economics*, XXVI, juin 1983 (b), p.327-349.

FAMA E.F. & M.C. JENSEN, "Organizational forms and investment decisions", *Journal of financial economics*, XIV, 1985, p.101-119.

FAMA E.F. & M.H. MILLER, *The theory of finance*, New-York, Holt, Rinehart and Winston, 1972.

FAURE G., *Cours de comptabilité de l'École libre des sciences politiques*, 1910, [IEP T 100].

FAVRE J.-E., *Annuaire des banquiers*, Bibliothèque financière, annuel de 1909 à 1921, [BN 8°V25225, et pour 1921 : 8°V41368].

FAVRE J.-E., *Dictionnaire pratique des opérations de Bourse et de banque*, Bibliothèque financière, 1909 (nombreuses éditions), [BN 8°V47522, éd. de 1928].

FAVRE J.-E., *L'évasion économique, comment y a collaboré la Banque de l'Union Parisienne*, Bibliothèque financière, 1918, [BN 8°V39635].

FAVRE J.-E., *La Bourse clairement expliquée*, Bibliothèque financière, 1917 (plusieurs éditions), [BN 8°V39070].

FAYOLLE A. & J. EVEILLARD, *L'impôt sur les valeurs mobilières et les sociétés françaises*, Godde, 1928.

FEIS H., *Europe, the world's banker*, McKelley, New-York, 1964.

FELDSTEIN M.S., "Social security, induced retirement and aggregate capital accumulation", *Journal of political economy*, LXXXII, n°5, sept. 1974, p.905-926.

FELDSTEIN M.S., J. GREEN & E. SHESHINSKI, "Inflation and taxes in a growing economy with debt and equity finance", *Journal of political economy*, LXXXVI, n°2, avril 1978, p.S53-S70.

FERRANDIER R. & V. KOEN, *Marchés de capitaux et techniques financières*, Economica, 1988.

FISHER I., *The theory of interest*, Londres, Macmillan, 1930.

FLAMANT M., "Remarques sur l'évolution de la composition du prélèvement fiscal en France depuis 50 ans", *Revue de science et de législation financière*, juillet 1954, p.642-667.

FLAUS L., "Les fluctuations de la construction d'habitations urbaines", *Journal de la société de statistique de Paris*, XC, n°5-6, mai-juin 1949, p.185-217.

FLIGSTEIN N., *The transformation of corporate control*, Londres : Cambridge U.P., 1990.

FONTVIEILLE L., "Évolution et croissance de l'État français, 1815-1969", *Économies et Sociétés*, AF, n° 13, 1976, p.1655-2129.

FORMERY L., *Les impôts en France*, PUF, 1946.

FOU R. du, *Le mouvement de concentration dans la sidérurgie lorraine*, Berger-Levrault, 1934.

FOURQUET F., *Les comptes de la puissance, histoire de la comptabilité nationale et du plan*, Encres-recherches, 1980.

FRANÇOIS-MARSAL M. F. (dir.), *Encyclopédie de banque et de Bourse*, 5 volumes, Créteil, 1928-31.

FRANKEL A. & J. MONTGOMERY, "Financial structure : an international perspective", *Brookings papers on economic activity*, n°11, 1991, p.257-297.

FREEDEMAN Ch., *Joint-stock enterprise in France, 1807-1867*, University of North Carolina press, 1979.

FRIEDMAN M. & A.J. SCHWARTZ, *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton U.P. for the N.B.E.R., 1963

FUJIMURA D., "Méthode de calcul du bénéfice et vision économique de l'industriel du XIX^e siècle. Schneider et Cie vers 1840", *Keizaigaku Kenkyu (Journal of political economy)*, LIX, n°3-4, 1993, p.163-92.

FUJIMURA D., "Schneider et Cie et son plan d'organisation administrative de 1913 : analyse et essai d'interprétation", *Histoire, économie et société*, 2^e trimestre 1991, p.269-78.

FURSTENBERG G.M. von, "Corporate investment : does market valuation matter in the aggregate ?", *Brookings papers on economic activity*, 1977, p.347-408.

FUZET H., *Cours de comptabilité de l'École libre des sciences politiques*, 1934, [IEP X 4222].

GAFFARD J.L., "De l'économie de découverts à l'économie de placement de titres négociables : enjeux et difficultés d'une transition", *Economie et société, série Economie monétaire*, n°1, 1988, p.31-47.

GALIBERT J., *La réévaluation des bilans après la stabilisation du franc*, Douladour, Toulouse, 1930, [BN 8°F33150].

GALMICHE M., "Les émissions de valeurs mobilières en France et en divers pays", *Bulletin de la SGF*, XIV, 1923, p.196-221.

GANIGOU-LAGRANGE A., "Évolution du système fiscal français au XX^e siècle", *Revue de science financière*, n°2, 1961, p.199-210.

GARNIER M., *Répertoire général et raisonné de l'enregistrement*, Le Bertre-Garnier éd., 1890-1908, 9 volumes, [BN 4°F 676].

GARNIER P., *La méthode comptable*, Dunod, 1940, [BN 4° V 13978].

GARNIER P., *Organisation commerciale, analyse comptable*, 57, rue de Babylone, 1942, [BN 4° R 5598 (98)].

GARNIER P., *La comptabilité*, Dunod, 1947, [BN 8° V 57547 (2)].

GARNIER P. & Ch. BRUNET, *Plan rationnel d'organisation des comptabilités (Comité national d'organisation française)*, Baguenier-Desormeaux, 1946, [BN 4°V Piece 11215].

GART A., *Handbook of the money and capital markets*, Greenwood Pr, Quorum books, 1988.

GAUTHIER-NUGUE A., "Les conditions dans lesquelles vivent et circulent en France les valeurs mobilières", *Journal de la société de statistique de Paris*, LXXV, n°1, 1934, p.4-18.

GENDREL P.Y., *La protection de l'épargne dans les décrets-lois*, Dijon, Imprimerie de veuve P. Berthier, 1939.

GERMAIN-MARTIN H., "Le comportement de l'épargnant français depuis 50 ans", annexe du *Congrès international pour l'étude des problèmes de l'épargne*, 1957.

GERSCHENKRON A., *Economic backwardness in historical perspective*, Cambridge (Ma.) : Harvard U.P., 1962.

GERTLER M., "Financial structure and aggregate economic activity: an overview", *Journal of money, credit and banking*, XX, août 1988, p.559-88.

GIDE Ch. & W. OUALID, *Le bilan de la guerre pour la France*, PUF, 1931, [BC 96023 (37)].

GIDE Ch., *Cours d'économie politique*, Sirey, 1930-31 (nombreuses éditions depuis 1918), 2 volumes, [BN 8°R36992].

GILLES Ph., "Incertitude, risque et asymétrie d'information sur les marchés financiers", *Revue française d'économie*, VII, n°2, printemps 1992, p.53-115.

GIRAULT R., *Emprunts russes et investissements français en Russie, 1887-1914*, A. Colin, 1973.

GOFFIN R., *L'autofinancement des entreprises*, Sirey, 1968.

GOLDSMITH R.W., *Facteurs déterminants de la structure financière*, OCDE, 1966.

GOLDSMITH R.W., *Financial structure and development*, Yale U.P., 1968.

GOLDSMITH R., "Prolégomènes à l'analyse comparative des structures financières", *Revue d'économie politique*, LXXX, n°3, mai-juin 1970, p.395-424.

GOLDSMITH R., "The quantitative international comparison of financial structure and development", *Journal of economic history*, XXXV, n°1, mars 1975, p.215-37.

GORDON R.H. & B.G. MALKIEL, "Corporation finance", in : Aaron, H.J. & J.A. Pechman (1981), p.131-192.

GOUGNE M., *Tendances d'après-guerre des banques de dépôt françaises*, Sirey, 1934.

GRANGE M., *L'autofinancement des entreprises*, thèse, Paris, 1943.

GREENWALD B. & J.E. STIGLITZ, "Asymmetric information and the new theory of the firm : financial constraints and risk behavior", *American economic review*, LXXX, n°2, mai 1990, p.160-65.

GREENWALD B., J.E. STIGLITZ & A. WEISS, "Informational imperfections in the capital market and macroéconomic fluctuations", *American economic review*, LXXIV, n°2, mai 1984, p194-99.

GROSSMAN S.J. & R.J. SHILLER, "The determinants of the variability of stock market prices", *American economic review*, LXXI, n°2, mai 1981, p.222-227.

Guide annuaire financier, répertoire des valeurs cotées au marché, publié par le *Journal des chemins de fer, des mines et des travaux publics*.. [BN 8°V 33155 : 1909-12].

GUILLAUMONT-JEANNENEY S., *Le rôle des actifs financiers dans la croissance*, thèse, Paris 1964.

GUILHOT C. *Code de l'enregistrement*, Godde, 1930.

GUILHOT C. & J., *Code des impôts sur les valeurs mobilières*, 1930, et suppléments 1931 et 1933, Godde, 1930, 1931, 1933.

GURLEY J.G. & E.S. SHAW, "Financial aspects of economic development", *American economic review*, XLV, n°4, sept. 1955, p.515-538.

GURLEY J.G. & E.S. SHAW, "Financial structures and economic development", *Economic development and cultural change*, XV, n°3, avril 1967, p.257-268.

GURLEY J.G. & E.S. SHAW, *Money in a theory of finance*, *The Brookings institution*, 1960 [trad. fr., *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Cujas, 1973).

GUYOT Y., "Valeur relative des capitaux fixes et circulant", *Journal de la société de statistique de Paris*, avril 1928, p.113-117.

HAMADA R.S., "Portfolio analysis, market equilibrium and corporation finance", *Journal of finance*, XXIV, n°1, mars 1969.

HAMEL J., *La limitation des dividendes et des tantièmes*, A.N.S.A., 1941.

HANNAH L., *The rise of the corporate economy*, Londres, John Hopkins U.P., 1976a.

HANNAH L., *Management strategy and business development, an historical and comparative study*, Londres, 1976b.

HANON DE LOUVET Ch., *Analyse et discussion de bilans*, Dunod, 1945 (3^e édition).

HAUTCOEUR P.-C., "La Banque de France et la crise bancaire de 1930-1932", *Études et Documents*, II, 1990, p.295-315.

HAWTREY R.G., *A century of bank rate*, Longmans, Greens & Cy, Londres, 1938, [BC 201.664].

HENDERSHOTT P.H. & S.C. HU, "Investment in producers' equipment", *in* : Aaron, H.J. & J.A. Pechman (1981), p.85-126.

HENIN, P.-Y., "L'autofinancement dans la théorie américaine du financement de l'entreprise", *Économie Appliquée*, XXI, n°3-4, 1968, p.695-710.

HENRI D., *La société anonyme des Automobiles Peugeot de 1918 à 1930. Histoire d'une stratégie d'expansion*, mémoire, Paris-I, 1983.

HENRY Cl., "Tableau des opérations financières", *Revue économique*, 1955 n°3, p.387-405.

HERZOG Ph. & P. VAJDA, "Esquisse d'un modèle de projection macroéconomique intégrant des variables financières", *Annales de l'INSEE*, n°1, mai 1969, p.39-85.

HESTER D. & J. TOBIN, *Financial markets and economic activity*, Cowles Commission, Londres, John Wiley & Sons, 1967.

HICKS J.R., *Valeur et capital*, Dunod, 1956 [original anglais : Macmillan, 1941].

HILAIRE J., *Introduction historique au droit commercial*, PUF, 1986,

HOFFMAN Ph., G. POSTEL-VINAY & J.-L. ROSENTHAL, "Économie et politique, les marchés du crédit à Paris, 1750-1840", *Annales HSS*, janvier 1994, n°1, p.65-98.

HOLMSTRÖM B.R. & J. TIROLE, "The theory of the firm", *in* : R. Schmalensee & R. Willig (1989), vol. 1, p.61-133.

HOUSSIAUX J., *Le pouvoir de monopole*, Sirey, 1958.

HUET M., *Structure des emprunts, 1919-1935*, thèse, Domat-Montchrestien, 1935, [BN 8°F 38460].

Inflation (L') et l'entreprise, étude présentée au XXXI^e congrès national de l'ordre des experts comptables, supplément à la *Revue Française de Gestion*, n°64, août-septembre 1976.

INSEE (Institut national de la statistique et des études économiques), *Pour une histoire de la statistique*, INSEE, 1977.

ISAÏA H. & J. SPINDLER, *Histoire du droit des finances publiques*, Economica, 1987.

JACKSON J., *The politics of depression in France 1932-36*, Cambridge U.P., 1985.

CHARPENTIER J., *Traité pratique des bilans et inventaires*, Berger-Levrault, 1921.

JAFFEE D.M. & T. RUSSELL, "Imperfect information, uncertainty, and credit rationing", *Quarterly journal of economics*, XC, 1976, p.651-666.

JANNET C., *Le capital, la spéculation et la finance au XIX^e siècle*, Plon, 1892, [BN 8° R 10886].

JEANNENEY J.M. & M. Perrot, *Textes de droit économique et social français, 1789-1957*, A. Colin, 1957.

JEANNENEY J.N., *François de Wendel en République*, Champion, 1976.

JEANNENEY J.N., *L'argent caché*, Fayard, 1981.

JEANNIN L., *La vie financière des sociétés d'après l'étude des statuts et des bilans*, Delagrave, 1924.

JENNY E.G. & NIEDERMEYER G., *Les fraudes en comptabilité*, Dunod, 1942.

JENSEN M., "Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers", *American economic review*, LXXVI, n°2, mai 1986, p.323-329.

JENSEN M., "Eclipse of the public corporation", *Harvard business review*, sept-oct 1989, p.61-74.

JENSEN M. & W.H. MECKLING, "Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, III, 1976, p.305-360.

JENSEN M. & C.W. SMITH, "Stockholder, manager and credit interests : applications of agency theory", in : Altman, E. & M. Subrahmanyam, *Recent trends in corporate finance*, Homewood (Ill.), Down-Jones Irwin, 1985.

JEZE G., *Cours de finances publiques, 1936-37* (nombreuses éditions antérieures), Durand-Auzias, 1937, [BN 8°V53843].

JEZE G., *Cours de science des finances et de législation financière*, Giard, 1914 (plusieurs éditions postérieures), [BN 8°R32486].

JEZE G., *Le coût de la guerre pour la France*, PUF et Yale U.P., 1926, [BN 8°G11322(34)].

JOHN K. & J. WILLIAMS, "Dividends, dilution and taxes: a signalling equilibrium", *Journal of finance*, XL, n°4, sept. 1985, p.1063-1070.

KALAY A., "Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints", *Journal of financial economics*, X, n°2, juin 1982, p.211-233.

KALDOR N., "Alternative theories of distribution", *Review of economic studies*, XXIII, 1956, p.83-100.

KALDOR N., "Marginal productivity and the macroeconomic theories of distribution", *Review of economic studies*, XXXIII, n°4, 1966, p.309-319.

KALECKI M., "The principle of increasing risk", *Economica*, IV n°16, 1937, p.440-47.

KALECKI M., *Theory of economic dynamics*, Londres, Allen & Unwin, 1965.

KENNEDY W.P., "Institutional response to economic growth: capital markets in Britain to 1914", in : L. Hannah (1976b), p.151-83.

KENNEDY W.P., *Industrial structure, capital markets and the origin of the British economic decline*, Londres : Cambridge U.P., 1987.

KENWOOD A.G. & A.L. LOUGHEED, *The growth of the international economy, 1820-1960*, Allen & Unwin, Londres, 1971.

KILLIK S., *The Work of the stock exchange*, Londres, The stock exchange, 1933, [BC 58255(6)].

KIM E.H., "Miller's equilibrium, shareholder leverage clienteles, and optimal capital structure", *Journal of finance*, XXXVII n°2, mars 1978.

KINDLEBERGER C.P., *Economic growth in France and Britain, 1851-1950*, Harvard U.P., 1964.

KINDLEBERGER C.P., *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, Londres, Macmillan, 1978, 2^e édition 1989 (trad. fr. 1994).

KINDLEBERGER C.P., *A monetary history of western Europe*, Allen & Unwin, Londres, 1984.

KINDLEBERGER C.P., "Financial institutions and economic development : a comparison of France and Great-Britain in the XVIIIth and XIXth centuries", *Explorations in economic history*, XXI, n°2, avril 1984, p.103-124.

KINDLEBERGER C.P., "Banking and industry between the two wars : an international comparison", *Journal of european economic history*, XIII, n°3, n°spécial, automne 1984, p.7-28.

KING M., *Public policy and the corporation*, Chapman and Hall, Londres, 1977.

KING M. & FULLERTON (dir.), *The taxation of income from capital*, Chicago, The University of Chicago Press, 1985.

KNODELL J., "Mainstream macroeconomics and the "neutrality" of finance : a critical analysis", *Économie et société*, MP, XXII, n°9, septembre 1988, p.155-184.

KUCZYNSKI J., *Geschichte der Lage der Arbeiter unter dem Kapitalismus*, Berlin, Tribüne Verlag, 3^e éd., 1955.

KUZNETS S., "Les différences internationales dans la formation du capital et son financement", *Économie appliquée*, n°2-3, avril 1953, p.341-387.

KUZNETS S., "Capital formation in modern economic growth", *Proceedings of the 3^d international conference of economic history*, Munich, 1965, Paris, Mouton, 1968, p.15-53.

LACOUR L. & J. BOUTERON, *Précis de droit commercial*, 2 vol., Dalloz, 1921, [ÉNS HLd 5796 8°].

LAFOREST J., "L'intérêt du capital de 1914 à 1965", *Études et conjonctures*, n°10, octobre 1965, p.47-64.

LAFOREST J., "Le pouvoir d'achat des obligations, des actions et de l'or", *Économie et statistique*, n°23, mai 1971, p.55-62.

LANTHIER P., *Les constructions électriques, 1880-1940*, thèse Paris, 1988.

LANUSSE G., "Note sur les actions à vote plural", *Journal de la société de statistique de Paris*, avril 1928, p.276-277.

LANUSSE G., "Les actions à vote plural", *Almanach Financier*, 1929.

LANUSSE G., "Considérations sur la fortune mobilière en France à 50 ans de date (1908-1957)", *Journal de la société de statistique de Paris*, 1958 n°4, p.85-95.

LATREYTE J., *L'évolution de la fonction du marché financier*, Thèse, Paris X, 1976.

LAUFENBURGER H., *Les banques françaises depuis 1914*, Sirey, 1940.

LAUFENBURGER H., "Le financement de l'économie française", in : Centre d'information interprofessionnel, *L'organisation économique actuelle*, 1941, p.93-106, [BC51594(2)].

LAUFENBURGER H., *Précis d'économie et de législation financière*, 2^e éd., 4 volumes, Sirey, 1943-45 (1^e éd. en 1941), [8°F41207(1)].

LAUFENBURGER H., *Economie du système fiscal français national et local*, Sirey, 5^e éd, 1954, [BN 8°F44869(2)].

LAUFENBURGER H., "Problèmes fiscaux de l'épargne individuelle, de l'autofinancement et de l'amortissement", *Revue de science et de législation financière*, n°2, 1955, p.243-249.

LAUFER R., *Comptabilité et acteurs sociaux*, AFC, 1982.

LAURE M., "Influence de la fiscalité sur la formation de l'épargne", *Revue de science et de législation financière*, 1954 n°2, p.290-309.

LAURE M., *Traité de politique fiscale*, PUF, 1956.

LE CLECH M., *Manuel guide pratique en matière de timbres, d'enregistrement et d'hypothèques*, P. Roger, 1909.

LE POITTEVIN R., *Répression et comptabilité*, éd. IPR, 1953, [BN 8°V61658].

LEAUTEY E., *Traité des inventaires et des bilans*, Librairie comptable et administrative, 1897, [BN 4°V4250].

LEAUTEY E., *L'unification des bilans des sociétés par actions*, Librairie comptable et administrative, 1904, [BN 8°V30322].

LEAUTEY E. & A. GUILBAULT, *La science des comptes mise à la portée de tous*, Librairie comptable et administrative, 1886 (nombreuses rééditions) [BN 8°V21144].

LEAUTEY E. & A. LESEURRE, *Comptabilité de banque et de Bourse*, Librairie comptable et administrative, 1910, [BN 4°V7118], (réédité Librairie polytechnique, Ch. Béranger, 1925, [BC 14.892]).

LECOUTURIER E., "De la répartition des bénéfices aux actionnaires et aux porteurs de parts de fondateurs", *Journal des sociétés*, 1902, p.289-296.

LEEUW F. de, "A model of financial behavior", in : J. Duesenberry, G. Fromm, L. R. Klein & E. Kuh, *The Brookings Quarterly Econometric model of the United States*, North Holland, Amsterdam, 1965, p.464-530.

LELAND H. & D. PYLE, "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation", *Journal of finance*, XXXII, n°2, mai 1977, p.371-87.

LENOIR M., "Les mouvements des cours des valeurs mobilières françaises depuis 1856", *Bulletin de la SGF*, IX, juillet 1920, p.65-92.

LEON E., *Etude sur la coulisse et ses opérations*, A. Rousseau, 1896, [BN 8°F9443].

LEROY-BEAULIEU P., *L'art de placer et gérer sa fortune*, Delagrave, 1906, [BN 8°R20509].

LEROY-BEAULIEU P., *Précis d'économie politique*, Delagrave, 1888, [BN 8°R8439], (plusieurs éditions jusqu'à 1922, [BN 8°R33549]).

LESCŒUR C., *Essai historique et critique sur la législation des sociétés*, Maresq aîné, 1877, [BN 8°F547].

LESCŒUR C., *Pourquoi et comment on fraude le fisc : les impôts sur les successions et sur le revenu*, Bloud, 1909, [BN 8°F 19877].

LESCURE J., *L'épargne en France, 1914-1934*, Domat-Montchrestien, 1936.

LESCURE M., *Les banques, l'État et le marché immobilier en France à l'époque contemporaine, 1820-1940*, éditions de l'EHESS, 1982.

LESCURE M., "De la concurrence des secteurs bancaires publics et privés dans la France de l'entre-deux-guerres : l'exemple du Crédit National", in : J. Bouvier & J.-C. Perrot (dir.), *États, fiscalités, économies*, Actes du cinquième congrès de l'Association française des historiens économistes (1983), Publications de la Sorbonne, 1985, p.233-43.

LEVASSEUR M. & J.-L. OLIVAUX, "Théorie du financement des entreprises et évolution de la fiscalité française", *Revue économique*, XXII, n°3, mai 1981, p.490-512.

LEVY R.-G., "Psychologie des placements", *Revue d'économie politique*, février 1905, p.97-125.

LEVY-GARBOUA V. & G. MAAREK, "Le comportement des banques et la politique monétaire", *Cahiers économiques et monétaires*, n°5, Banque de France, 1977, p.5-33.

LEVY-GARBOUA V. & G. MAAREK, *La dette, le boom, la crise*, Economica, 1985.

LEVY-LEBOYER M., "Le patronat français a-t-il été malthusien ?", *Le Mouvement social*, n° 88, juillet 1974, p.3-49.

LEVY-LEBOYER M., "La monnaie et les banques : l'évolution institutionnelle", "La monnaie et les banques : l'apprentissage du marché" & "La spécialisation des établissements bancaires", in : F. Braudel & E. Labrousse (dir.), *Histoire économique et sociale de la France*, tome III, PUF, 1976, p.347-471.

LEVY-LEBOYER M. (dir.), *La position internationale de la France, aspects économiques et financiers, XIX^e et XX^e siècles*, EHESS, 1977.

LEVY-LEBOYER M., "Capital investment and economic growth in France, 1820-1930.", in : P. Mathis & M.M. Postan (dir.), *The Cambridge economic history of Europe*, vol. VII, Cambridge U.P., 1978.

LEVY-LEBOYER M., "The early managerial experience of Saint-Gobain, 1872-1912", in : N. Horn & J. Kocka (dir.), *Recht une Entwicklung der Grossunternehmen im XIX und frühen XX Jahrhundert*, Göttingen, 1979.

LEVY-LEBOYER M., "The large corporation in modern France", in : A. D. Chandler & H. Daems (1980), p.117-60.

LEVY-LEBOYER M., "Le système électrique en France (1880-1940)", *Revue française de gestion*, n°70, septembre-octobre 1988, p.88-99.

LEVY-LEBOYER M. & F. BOURGUIGNON, *L'économie française au XIX^e siècle*, Economica, 1986.

LEVY-LEBOYER M. & J.-C. CASANOVA (dir.), *Entre l'État et le marché*, Gallimard, 1991.

LEVY-LEBOYER M. & M. LESCURE, "France", in : R. Sylla & G. Toniolo (dir.), *Patterns of european industrialisation : the XIXth century*, Londres : Routledge, 1991, p.153-174.

LHOMME J., *Anciens et nouveaux impôts directs*, thèse Toulouse, Impr. Régionale, 1925, [BN 8°F29993].

LHOMME J., *Le taux de l'intérêt et l'évolution économique, étude comparative depuis 1919*, Sirey, 1936, [BC 77174].

LIMOUZINEAU P., "Le marché des capitaux de 1945 à 1959", *Revue économique*, n°3, 1960, p.443-481.

LINTNER J., "The valuation of risky assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets", *Review of economics and statistics*, fév. 1965, p.13-37.

LLAU P., "Le financement de l'économie : esquisses analytiques et essais de programmation", *Cahiers du groupe d'étude des problèmes économiques*, I, 1967, p.219-256.

LOUTCHITCH L.-J., *Allure et mécanismes des variations du taux de l'intérêt en France de 1800 à nos jours*, F. Alcan, 1930, [BN 4°V11316].

LUBELL H., "The role of investment in two french inflations", *Oxford economic papers*, février 1955.

LYON-CAEN Ch. & L. RENAULT, *Manuel de droit commercial*, F. Pichon, 1887, [BN 8°F4448] (nombreuses éditions jusqu'à 1928 [BN 8°F32066]).

LYON-CAEN Ch. & L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, L.G.D.J., 5^e éd., 1921-1926.

LYSIS (pseud. de E. Letailleur), *Contre l'oligarchie financière*, "La revue" éd., 3^e éd., 1908, [ÉNS SGep634 12°].

MAAREK G., "Monnaie et inflation dans une économie d'endettement", *Revue économique*, n°1, 1978.

MACAIGNE A., *Code pratique des impôts*, M. Rivière, 1921.

MAIRESSE J., "L'estimation du capital fixe productif", *Economie et statistique*, n°25, juillet 1971, p.33-55.

MAIRESSE J., "L'évaluation du capital fixe productif : méthodes et résultats", *Cahiers de l'INSEE*, C, n°18-19, novembre 1972.

MALAN M., *La répartition de la charge fiscale en France, 1820-1964*, thèse, Paris, 1966, [BC DZ 1966/107].

MALISSEN M., *L'autofinancement des sociétés en France et aux Etats-Unis*, thèse, Imp. de l'Allier, Grenoble, 1953, [ÉNS HLd5803 8°].

MALISSEN M., *Investissement et financement, origine et emploi des fonds des grandes sociétés*, A. Colin, 1957.

- MALISSEN M., "Commentaire", *Économie Appliquée*, XXI n°3-4, 1968, p.875-915.
- MANNE H.G., "Our two corporate systems : law and economics", *Virginia Law Review*, V, n°4, 1967, p.259-284.
- MARCHAL J., *Monnaie et crédit*, Cujas, 1964.
- MARCO L., "La démographie des sociétés commerciales en France à la fin du XIX^e siècle", *Economies et Sociétés*, AF n°16, fév. 1991, p.121-158.
- MARION M., *Ce qu'il faut connaître des crises financières de notre histoire*, Boivin, 1926, [BN 8°Z 23729 (3)].
- MARION M., *Histoire financière de la France*, 5 volumes, A. Rousseau, 1914-1928, [BN 8° Lf154 49].
- MARKOWITZ H., "Portfolio selection", *Journal of finance*, mars 1952, p.77-91.
- MARNATA F., *La Bourse et le financement des investissements*, A. Colin, 1973.
- MARQUIS P., "Des "excédents comptables" des sociétés à l'autofinancement", *Études et conjonctures*, E.F., n°6-7-8, 1948, p.11-45.
- MARSEILHAN P., *La coulisse et sa réorganisation*, thèse, Paris, Les presses modernes, 1930, [BN 8° F 34533].
- MARSEILLE J., "Les origines "inopportunes" de la crise de 1929 en France", *Revue économique*, XXXI, n°4, juillet 1980, p.648-684.
- MARSEILLE J., *Empire colonial et capitalisme français*, Albin Michel, 1984.
- MARSH P.R., "The choice between equity and debt : an empirical study", *Journal of finance*, XXXVII, mars 1982, p.121-144.
- MARTIN R., *Patron de droit divin*, Gallimard, 1984.
- MATHIAS P., *The first industrial nation*, 2^d ed., Londres, Methuen, 1983.
- MAYER C., "New issues in corporate finance", *European Economic Review*, XXXI, n°5, juin 1988, p.1167-1189.
- MAYER C., "Financial systems, corporate finance and economic development", in : G. Hubbard (dir.), *Information, Capital markets and investment*, University of Chicago press, 1990.

MAYER C., "Corporate finance", *The new Palgrave dictionary of money and finance*, vol. 1, Londres, Macmillan, 1992, p.463-72.

MAYER J.R. & I. ALEXANDER, "Stock markets and corporate performance : a comparison of quoted and unquoted companies", C.E.P.R. WP n°571, août 1991.

MAYER J.R. & E. KUH, *The investment decision : an empirical study*, Harvard U.P., 1959.

Mémento pratique du contribuable, éd. F. Lefebvre, annuel de 1937 à 1968.

MICHALET C.A., *Les placements des épargnants français de 1815 à nos jours*, PUF, 1968.

MICHEL D. & J.-P. TILLIER, "La Bourse et le financement des monopoles", *Économie et politique*, avril 1975, p.57-73.

MICHEL J., *Tarif fiscal*, A.N.S.A., annuel depuis 1936.

MICHEL J., *Guide pratique de droit fiscal des sociétés françaises*, éd. des Jurisclasseurs, 1922, 1925, 1928 (supplément), 1932.

MICHIE R.C., "Options, concessions, syndicates, and the provision of venture capital, 1880-1913", *Business history*, 23, 1981, p.147-64.

MICHIE R.C., "The London stock exchange and the British securities market, 1850-1914", *Economic history review*, XXXVIII, n°1, 1985, p.61-82.

MICHIE R.C., "The London and New-York stock exchanges, 1850-1914", *Journal of economic history*, XLVI, n°1, mars 1986, p.171-87.

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.

MICHIE R.C., "The stock exchange and the British economy, 1870-1939", in : J.J. Van Helten & Y. Cassis, 1990, p.95-114.

MICHIE R.C., "Development of Stock Markets", *The new Palgrave dictionary of money and finance*, vol.1, Londres, Macmillan, 1992, p.662-668.

MICHIE R.C., *The City of London, continuity and change 1850-1990*, Londres, Macmillan, 1993.

MILLER M.H., "Debt and taxes", *Journal of finance*, XXXII, n°2, mai 1977, p.261-275.

MILLER M.H. & F. MODIGLIANI, "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of business*, XXXIV, n°4, oct. 1961, p.411-433.

MILLER M.H. & K. ROCK, "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of finance*, XL, n°4, sept. 1985, p.1031-1051.

MILLER M.H. & M.S. SCHOLES, "Dividends and taxes", *Journal of financial economics*, VI, n°4, déc. 1978, p.333-364.

MIROWSKI Ph., "What do markets do ? efficiency tests of the XVIIIth-century London stock market", *Explorations in economic history*, XXIV, n°2, avril 1987, p.107-129.

MISHKIN F.S., "Asymmetric information and financial crises : a historical perspective", NBER WP 3400, juillet 1990.

MISHKIN F.S., *The economics of money, banking and financial markets*, 3^e éd., Harper Collins, 1992.

MITTON F. (pseud. F.A. d'ERSKY), *Conseils pour bien placer ses capitaux*, H. Daragon, 1907, [BN 8°V31612].

MODIGLIANI F., "Debt, dividende policy, taxes, inflation and market valuation", *Journal of finance*, XXXVII, n°2, mai 1982, p.255-273.

MODIGLIANI F. & MILLER M.H., "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American economic review*, XLVIII n°3, juin 1958, p.261-297.

MODIGLIANI F. & MILLER M.H., "Corporate income tax and the cost of capital : a correction", *American economic review*, LIII, n°3, juin 1963.

MOGENET M., *Un siècle d'économie française, 1863-1963*, Crédit lyonnais, 1963.

MONNIN P.A. (dir.), *Guide pratique du capitaliste, du rentier et du spéculateur à la Bourse*, Laplace, Sanchez & Cie, 1883, [BN 8°V5736].

MOORE, M.J., "Financial innovation and the neutrality of money", C.E.P.R WP n°569, août 1991.

MOREAU E., *Souvenirs d'un gouverneur de la Banque de France*, Librairie de Médicis, 1954.

MOREAU-NERET O., *Les valeurs mobilières*, Sirey, 1939, [BN 4°V13864].

MORGAN E.B. & W.A. THOMAS, *The Stock Exchange : its history and fonction*, Londres, 1962.

MORIN F., *La structure financière du capitalisme français*, Calmann-Lévy, 1974.

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*, XXIX, 1908, p.345-408.

MORRISSON Ch. & R. GOFFIN, *Questions financières aux XVIII^e et XIX^e siècles*, PUF, 1967.

MORRISSON Ch., "La répartition des revenus en France depuis 1880", Document de travail Delta n°89-20, octobre 1990.

MORSEL H., "Évaluation de la formation de capital fixe dans l'hydroélectricité avant les nationalisations en France", *Bulletin d'histoire de l'électricité*, 3, 1984, p.5-13.

MORSEL H., "Les industries électrotechniques dans les Alpes françaises du Nord de 1869 à 1921", in : *L'industrialisation en Europe au XIX^e siècle*, CNRS, 1970, p.557-587.

MOULTON H. & C. LEWIS, *The French debt problem*, New-York, Macmillan, 1925.

MOURE K., *Managing the Franc Poincaré*,. Londres : Cambridge U. P., 1991.

MOURE K., *As good as gold : french monetary management 1928-1936*, thèse, Toronto, 1988.

Mouvement national d'épargne, rapport "France" du premier sujet du *Congrès international pour l'étude des problèmes de l'épargne* (1957), sur les comportements d'épargne.

MULHERIN J.H., J.M. NETTER & J.A. OVERDAHL, "Prices are property : the organization of financial exchanges from a transaction cost perspective", *Journal of laws and economics*, XXXIV, n°2, oct. 1991, p.591-643.

MYERS M.G., *Paris as a financial centre*, New-York, Columbia university press, 1936, [IEP 8°13595].

MYERS S.C., "Determinants of corporate borrowing", *Journal of financial economics*, V, n°2, nov. 1977, p.147-175.

MYERS S.C., "The capital structure puzzle", *Journal of finance*, XXXIX, n°3, juillet 1984, p.575-592.

MYERS S.C. & N.S. MAJLUF, "Corporate financing and investment decision when firms have informations that investors do not have", *Journal of financial economics*, XIII, 1984, p.187-221.

NAKAJIMA T., *L'industrie mécanique à Paris, 1847-1914*, thèse, Paris-IV, 1985.

NAKAYAMA H., *Le rôle du marché financier parisien, d'après l'exemple des valeurs russes, 1890-1913*, thèse, Paris X, 1982.

NAVIN T.R. & M.V. SEARS, "The rise of a market for industrial securities, 1887-1902", *Business history review*, XXIX, n°2, Juin 1955, p.105-38.

NEAL L., "Integration of international capital markets", XVIIIth to XXth. century", *Journal of economic history*, XLV, n°2, juin 1985, p.219-226.

NEUBURGER A., *Le détournement de pouvoir dans les sociétés anonymes*, Sirey, 1937.

NEYMARK A., *Les valeurs mobilières en France*, Berger-Levrault, 1888.

NEYMARK A., "Le morcellement des valeurs mobilières, la part du capital et du travail", *Journal de la société de statistique de Paris*, juillet 1896, p.253-267 & août 1896, p.282-306.

NEYMARK A., "Du meilleur mode à indiquer au point de vue statistique international pour la confection des bilans des sociétés anonymes", Budapest, I^{re} Athenaeum", 1902, [BN 8° F 14458].

NEYMARK A., *Finances contemporaines*, F. Alcan, 1911 (a), 7 vol., [BN 8°Lf154 42].

NEYMARK A., *Les chemineaux de l'épargne*, Alcan, 1911 (b), [BN 4°R Piece 1719 et 1918 : BN 4° V Piece 6844].

NEYMARK A., *La statistique internationale des valeurs mobilières*, 9^e rapport, La Haye, Drukkerij Trio, 1911(c).

NEYMARK A., *Les bilans dans les sociétés par actions*, Marchal et Godde, 1911(d), [BN 4°F Piece 1213].

NEYMARK A., *Que doit on faire de son argent*, Marchal & Godde, 1913, [BN 8°F8934(47bis)].

NEYMARK A., "Les chemineaux de l'épargne", *Journal de la société de statistique de Paris*, n°1, 1919, p.3-7 et p.102-124.

NIKITIN M., *Naissance de la comptabilité industrielle en France*, thèse, Paris IX, 1992.

NIKOLAJEVIC B., *La répression de la fraude fiscale en matière successorale*, Librairie des Facultés E. Muller, 1939.

NISHIMURA S., "The french provincial banks and the Banque de France, 1890-1913", ronéo, juin 1992.

NORTH D.C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Londres : Cambridge U.P., 1991.

O'BRIEN P. & C. KEYDER, *Economic growth in Britain and France, 1780-1914*, Londres : Allen & Unwin, 1978, [ÉNS HMgé1129CA 8°].

OLINER S.D. & G.D. RUDEBUSCH, "Internal finance and investment : testing the role of asymmetric information and agency costs", Federal reserve system WP n°101, nov.1990.

OMNES C., *De l'atelier au groupe industriel : Vallourec, 1882-1978*, édition M.S.H.-P.U. Lille, 1980.

ORAND P., *Les avantages offerts aux souscripteurs et aux porteurs de fonds d'Etat Français*, Berthod imp., Bourg, 1939.

LOUDIN A. & E. VIDAL, "L'organisation du marché libre à la Bourse de Paris", in : Congrès international des valeurs mobilières (1900), vol.2, n°52.

PAGANO M., "Financial markets and growth, an overview", *European economic review*, XXXVII n°2-3, avril 1993, p.613-22.

PARKER W., *The Paris Bourse and french finance*, Ph.D., Columbia University, New-York, 1919, [BC 45347 37].

PASQUALAGGI G., "Les ententes en France", *Revue économique*, n°1, janvier 1952, p.63-82.

PATAT J.P. et LUTFALLA M., *Histoire monétaire de la France au XX^e siècle*, Economica, 1986.

PATINKIN D., *Money, interest and prices*, 2^e édition, New-York : Harper and Row, 1962 [trad. française, PUF, 1972].

PATRON M., *La Banque de France et le crédit national*, thèse, Giard & Brière, 1908, [BN 8°F19972], [trad. anglaise : *The Bank of France and its relation to national and international credit*, Washington DC : U.S. Government printing office, 1910].

- PERCEROU J., *Commentaire de la loi du 14 août 1941*, A.N.S.A., 1941.
- PERIE Ch., *L'admission des valeurs à la cote de la Bourse de Paris*, Montpellier, Firmin & Montane, 1915, [BN 4°F1706].
- PERROT M., *La monnaie et l'opinion publique en France et en Grande-Bretagne, 1924-1936*, A. Colin, 1955.
- PERROT M., "L'épargne bourgeoise en France avant 1914", annexe du *Congrès international pour l'étude des problèmes de l'épargne*, (1957).
- PERROT M., *Le mode de vie des familles bourgeoises de 1873 à 1953*, FNSP, 1961.
- PETIT D., *Les valeurs mobilières et le marché financier*, cours de l'IEP, 1969-1970, dactylographié.
- PIC P., *L'évolution récente du droit des sociétés, 1930-1943*, Lyon : Bosc, 1943.
- PICARD R., *La défense des actionnaires*, A.N.S.A., 1931, [BN 8°V 52238(1)].
- PICARD R., *Protection des obligataires, étude sur le décret-loi du 30 octobre 1935*, 7, rue des Italiens, 1935, [BN 8°V 52238(8)]
- PIROU G. & M. BYE, *Traité d'économie politique*, Sirey, 1943.
- PITTOIS M., *Les augmentations de capital depuis 1914 dans les sociétés anonymes*, thèse, Chauny & Quinsac, 1926, [BN 8°F30617].
- PLAGNET B., "La consécration par le droit fiscal de la définition économique du revenu ?", in : H. Isaïa & J. Spindler (1987), p.189-206.
- PLATT D.C.M., *Foreign Finance in Continental Europe and the United States, 1815-1870*, Londres, G. Allen & Unwin, 1984.
- PLESSIS A., *La politique de la Banque de France*, Genève, Droz, 1985.
- PLESSIS A., "Le "retard français" : la faute à la Banque ? Banques locales, succursales de la Banque de France et financement de l'économie sous le second Empire", in : P. Fridenson & A. Straus (dir.), *Le capitalisme français, XIX^e-XX^e siècles. Blocages et dynamismes d'une croissance*, Fayard, 1987.
- POINCARÉ R., *Au service de la France, neuf années de souvenirs*, Plon, 1926-1974 [BC 98.108]

POMMERY L., "Les banques d'émission", in : *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, F. Alcan, 1932.

POSE A., *La monnaie et ses institutions*, PUF, 1942, [ÉNS HMgé 799 8°].

POSE A., "Structures et méthodes bancaires", in : Ch. Rist & G. Pirou (1939), p.329-55.

PROWSE S., "Corporate governance in an international perspective", *Pank for international settlements economic papers*, n°41, juillet 1994.

PUPIN R., *La richesse de la France devant la guerre*, Marcel Rivière, 1916, [BN 8°R27890].

PUPIN R., *Richesse privée et finances françaises de l'avant-guerre à l'après-guerre*, Delagrave, 1919a, [BN 8°R29122].

PUPIN R., "L'épargne en France et ses placements dans la période d'avant-guerre", *Journal de la société de statistique de Paris*, 1919b, p.246-255.

QUINTART A. & R. ZISSWILLER, *Théorie de la finance*, PUF, 1985.

RAFFALOVITCH A., *L'année économique*, Quantin, 1888-89, [BN 8°R9930].

RAFFALOVITCH A., *Le marché financier en 1891*, Guillaumin, 1892, [BN 8°V23376], et années suivantes [BN 8°V24266 : 1895, 1896, 1897, et annuel de 1906 à 1915 sauf 1911 et 1914].

RAMIREZ C., "Did J. P. Morgan's men add liquidity ?" WP, Harvard University, 1993.

RAPP J., *Historique d'une entreprise d'électricité : la Compagnie Générale d'Électricité*, thèse, Paris-X, 1985.

RAPP J., *Un aspect de la construction mécanique en France : la machine-outil aux XIX^e et XX^e siècles*, mémoire, Paris-X, 1982.

REBOTIER M., *Les participations bancaires à l'industrie*, Sirey, 1935, [BC 127.895].

REED M.C., *Investment in railways in Britain : a study in the development of capital markets*, Oxford U.P., 1975.

RIBIERE R., *De l'admission à la cote dans les Bourses françaises de valeurs*, A. Pedone, 1913.

RIPERT G., *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, L.G.D.J., 1951.

RIST Ch., "Graphiques relatifs à la hausse de l'intérêt", *Revue d'économie politique*, XXVII, 1913, p.462-73.

RIST Ch., "La hausse du taux de l'intérêt et la hausse des prix", *Revue économique internationale*, X, mars 1913, p.462-93.

RIST Ch. & G. PIROU (dir.), "De la France d'avant-guerre à la France d'aujourd'hui", numéro spécial de la *Revue d'économie politique*, 1939.

RIST Ch. & P. SCHWOB, "La balance des paiements", in : Ch. Rist & G. Pirou (1939), p.228-50.

ROBERT-MILLES S., *La grammaire de la Bourse*, P. Sevin, 1892, [BN 8°V23286], (nombreuses éditions jusqu'à Flammarion, 1925 : [BN 8°V45514]).

ROBICHEK A.A. & S.C. MYERS, "Problems in the theory of optimal capital structure", *Journal of financial and quantitative analysis*, I, juin 1966, p.1-35.

ROBICHEK A.A. & S.C. MYERS, *La préparation des décisions financières*, Dunod, 1969.

ROMEY C., *Saint-Gobain et le marché financier : une perspective historique de l'Ancien Régime à nos jours*, dactylographié, 1994.

ROSENBERG N. & L.E. BIRDZELL, *How the west grew rich, the economic transformation of the industrial world*, Basic books, New-York, 1986.

ROSENFELD F., *Analyse des valeurs mobilières*, Dunod, 1906.

ROSIER C., *Ce que tout contribuable doit connaître, précis de droit fiscal*, Flammarion, 1929.

ROSS S.A., "The arbitrage theory of asset pricing", *Journal of economic theory*, I, 1976, p.341-360.

ROSS S.A., "The determination of financial structure : the incentive-signalling approach", *Bell journal of economics*, VIII, 1977, p.23-40.

ROSS S.A., "Some notes on financial-incentive signalling models, activity choices and risk preferences", *Journal of finance*, XXXIII, juin 1978, p.777-792.

ROSS S.A., "Debt and taxes and uncertainty", *Journal of finance*, LX, n°3, juillet 1985, p.637-657.

ROUSSEAU R., *Manuel pratique des sociétés par actions*, A. Rousseau, 1895, [BN 8°F12164].

ROUSSEAU R., *Traité théorique et pratique des sociétés commerciales françaises et étrangères*, A. Rousseau, 1902 (plusieurs éditions jusqu'à 1931), [BN 8°F13466].

RUBINSTEIN M.E., "A mean-variance synthesis of corporate financial theory", *Journal of finance*, XXVIII, n°1, mars 1973.

RUEFF J., "Défense et illustration de l'étalon-or", in : *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, F. Alcan, 1932, p.177-224.

SAINT-ETIENNE Ch., "L'offre et la demande de monnaie dans la France de l'entre-deux-guerres (1920-1939)", *Revue économique*, XXXIV, n°2, mars 1983, p.344-367.

SAINT-ETIENNE Ch., *Politiques financières et entreprises françaises*, Economica, 1987.

SAINT-MARC M., "Introduction aux statistiques monétaires et financières françaises (1807-1970)", *Revue internationale d'histoire de la banque*, 1974, n°8, p.72-117.

SAINT-MARC M., *Histoire monétaire de la France, 1800-1980*, PUF, 1983.

SAINT-PAUL G., "Technological choice, financial markets and economic development", *European economic review*, XXXVI, n°4, mai 1992, p.763-781.

SAINT-PAUL G., "La dette publique comme moteur du développement financier", *Revue économique*, XLV n°3, mai 1994, p.767-73.

SALEFRANQUE L., *Etat général et comparatif du régime fiscal de la France*, Toulouse : E. Privat, 1912.

SAUVY A., *Histoire économique de la France entre les deux guerres*, nouvelle édition, Economica, 1984 (1^e éd. Fayard, 1972).

SAYOUS A.E., *Manuel théorique et pratique d'économie politique et financière*, Larose, 1901, [BN 8°R17300].

SCHLOGEL M., *Organisation et fonctionnement des marchés financiers*, Masson, 1969.

SCHMALENSEE R. & R. WILLIG (dir.), *Handbook of industrial organization*, Amsterdam, North Holland, 2 volumes, 1989.

- SCHNEIDER A., *La Banque de France depuis 1914*, Nancy, G. Thomas, 1933.
- SCHUMAN R., *Inventaire de la situation financière*, Imprimerie nationale, 1946, [BC 17393 A et B].
- SCHUMPETER J.A., *Business cycles*, Mc Graw Hill, New-York & Londres, 1939.
- SCOTT J.H., "A theory of optimal capital structure", *Bell journal of economics*, VII, n°1, 1976, p.33-54.
- Service des études économique du Crédit lyonnais, "Les émissions de valeurs mobilières sur le marché français de 1882 à 1956", annexe du *Congrès international pour l'étude des problèmes de l'épargne* (1957).
- Service des études économiques et financières du Ministère des finances, "Essai de détermination du portefeuille de valeurs mobilières des ménages pour 1953", annexe du *Congrès international pour l'étude des problèmes de l'épargne* (1957).
- SERMIER F., *Les investissements de la sidérurgie française*, thèse, Paris X, 1981.
- SHARPE W.F., "Capital asset prices : a theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of finance*, XIX, n°3, sept. 1964, p.425-42.
- SHILLER R.J., *Market volatility*, Cambridge : M.I.T. Press, 1989.
- SICSIC P., "Was the Franc Poincaré Deliberately Undervalued ?", *Explorations in Economic History*, 29, 1992, p.69-92.
- SIMON H., "Organizations and markets", *Journal of economic perspectives*, V, n°2, printemps 1991, p.25-44.
- SIMON Y., *Marché des capitaux et taux d'intérêt*, *Economica*, 1975.
- SNOWDEN K.A., "American stock market development and performance, 1871-1929", *Explorations in economic history*, XXIV, n°4, oct. 1987, p.327-353.
- SOCIETE DES NATIONS, *Mémorandum sur les banques commerciales, 1913-1929.*, S.D.N, 1931, [BC 9986 (15)] (et éditions suivantes).
- SOCIETE FIDUCIAIRE DE CONTROLE ET DE REVISION, *Nos impôts*, Dalloz, 1935 et 1942.
- SPRAY D.E. (dir.), *Principal Stock Exchanges of the World*, Washington : International economic publ., 1964.

- Statistical abstract for the United Kingdom, 1923-1936*, Londres, 1938, [BC 45.209].
- STIGLER G., "Imperfections in the capital market", *Journal of political economy*, LXXV, n°3, juin 1967, p.287-292.
- STIGLITZ J.E., "Corporate financial policy and the cost of capital", *Journal of public economics*, II, fév. 1973, p.1-34.
- STIGLITZ J.E., "On the irrelevance of corporate financial policy", *American economic review*, LXIV, 1974, p.851-866.
- STIGLITZ J.E., "Credit markets and the control of capital", *Journal of money, credit and banking*, XVII, 1985, p.133-152.
- STIGLITZ J.E., "Why financial structure matters", *Journal of economic perspectives*, II, n°4, automne 1988, p.121-26.
- STIGLITZ J.E., "Markets, market failures, and development", *American economic review*, vol. LXXIX, n°2, mai 1989, p.197-203.
- STIGLITZ J.E., "Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies", *European economic review*, 36, n°2/3, avril 1992, p.269-306.
- STIGLITZ J.E. & A. WEISS, "Credit rationing in markets with imperfect information", *American economic review*, LXXI n°3, 1981, p.393-410.
- STRAUSS A., "Trésor public et marché financier, les emprunts d'État par souscription publique (1878-1901)", *Revue Historique*, CVI, janvier 1982, p.65-112.
- STROHL P., "La circulation des billets de 1000 et de 500 francs depuis la stabilisation du franc", *Revue politique et parlementaire*, CLXV, décembre 1935, p.417-434.
- STROHL P., *Les comptes et le bilan des entreprises*, Sirey, 1953, [BN 4°V20593].
- SYLLA R. & G. TONIOLO (dir.), *Patterns of european industrialisation : the XIXth century*, Routledge, 1991.
- SYLLA R., *The american capital market, 1846-1914*, Arno, New-York, 1964.
- SZRAMKIEWICZ R., *Histoire du droit des affaires*, Paris, Montchrestien, 1989.
- TABATONI P., "L'imposition des gains en capital et ses conséquences économiques", *Revue de science et de législation financière*, 1954, p.778-800.

TABATONI P., "Le néo-classicisme monétaire aux Etats-Unis depuis 1950", *Revue économique*, VIII, n°4, 1957, p.696-744.

Tableaux des opérations financières et endettement des entreprises par secteur, 1959-1976, Travaux du GAMA, n°5, Economica, 1983.

TEMIN P. (dir.), *Inside the business enterprise : historical perspectives on the use of information*, Chicago, University of Chicago press, 1991.

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.

TESTIS (pseud. de R.G. Lévy), "Le rôle des établissements de crédit en France", aux bureaux de la *Revue politique et parlementaire*, 1907.

TEW B., "Le marché financier et la théorie du financement des investissements", *Économie appliquée*, XV, juillet 1962, p.319-343.

THALLER E.E. & J. PERCEROU, *Traité élémentaire de droit commercial*, A. Rousseau, 1925, (nombreuses éditions de 1898 à 1936), [BN 8°F10735].

THALLER E.E. (dir.), *Traité général et pratique de droit commercial*, 7 volumes, A. Rousseau, 1907-1930.

THALLER E.E., "De la réforme de la loi des sociétés par actions", *Revue politique et parlementaire*, XXXV, n°103, janvier 1903, p.82-125.

THALLER E.E., "Amortissement et fonds de réserve", *Annales de droit commercial*, IX, 1895, p.241-256.

THALLER E.E., "Avant-propos" à P. Maria, *Étude sur les actions de jouissance et l'amortissement du capital dans les sociétés par actions*, A. Rousseau éd., 1905, [BN 8°F16338].

THERET B., "Le système fiscal libéral français du XIX^e siècle : bureaucratie ou capitalisme", *Études et documents*, III, 1991, p.137-224.

THERET B., "Régulation du déficit budgétaire, accumulation de dette publique, régimes de croissance des dépenses de l'État et régimes politiques, 1815-1939", dactylographié, 1993.

THERY E., "Les valeurs mobilières en France", in : *Congrès international des valeurs mobilières* (1900), vol. 2, n° 42.

THOMAS W.A., *The finance of British industry, 1918-1976*, Londres, 1978

TINBERGEN J., *Les cycles économiques aux États-Unis d'Amérique de 1919 à 1932*, Genève, Société des nations, 1939.

TITMAN S. & R. WESSELS, "The determinants of capital structure choice", *Journal of finance*, XLIII, n°1, mars 1988, p.1-19.

TOBIN J., "The interest-elasticity of transactions demand for cash", *Review of economics and statistics*, XXXVIII, n°3, août 1956, p. 241-247.

TOBIN J., "Liquidity preference as a behaviour towards risk", *Review of economic studies*, XXV, février 1958, p.65-86.

TOBIN J., "Money and economic growth", *Econometrica*, XXXIII, n°4, oct. 1965, p.671-84.

TOWNSEND R., "Optimal contracts and competitive market with costly state verification", *Journal of economic theory*, XXI, 1979, p.265-293.

TREDE M. (dir.), "Le financement de l'industrie électrique, 1880-1980", *Actes du 7^e colloque de l'Association pour l'histoire de l'électricité en France*, ADEF-PUF, 1994.

TUNC A., *Textes de droit commercial*, Grenoble, Imp. de l'Allier, 1947, [BN 8°F43020 (1)].

TUNC R., *Des avantages particuliers dans les sociétés par actions*, thèse, Domat-Montchrestien, 1936, [BN 8°F39307].

ULMER H., "Les émissions de valeurs mobilières et l'épargne en France", *Bulletin de la Statistique générale de la France*, XVIII, 1929, pp. 295-335.

ULMER H., "Quelques données concernant l'épargne en France depuis la guerre", *Journal de la société de statistique de Paris*, juin 1929, p.185-211.

United States Department of Commerce, *The Paris Bourse*, Washington, : U.S. Government printing office, 1930.

VAES U.J., *La technique du financement des entreprises*, R. Fonteyn (Louvain) et M. Rivière, 1930, [BC 15 450] (4^e édition en collab. avec M. Goblet, Dunod, 1965)

VAN DE VELDE G., *Le rendement des placements (1865-1939)*, Louvain : Société d'études morales, sociales et juridiques, 1944, [BN 4°R 6118].

VAN HELTEN J.J. & Y. CASSIS (dir.), *Capitalism in a mature economy*, Aldershot, E. Elgar, 1990.

VERLEY P., *L'industrialisation, 1830-1914, volume 2: de la Nouvelle histoire économique de la France contemporaine*, La Découverte, 1989.

VERLEY P., "Les sociétés d'agents de change parisiens au XIX^e siècle", *Études et documents*, I, 1989, pp.127-148.

VIELLIARD H., *La taxation des réserves*, thèse, Pichon & Durant-Auzias, 1939, [BN 8°F41146].

VIGREUX P., *Dynamique du marché financier*, éd. d'organisation, 1967.

VIGREUX P., *Etudes sur le marché financier*, Pichon & al, 1951.

VILLA P., *Une analyse macroéconomique de l'économie française au XX^e siècle*, CNRS, 1993.

VILLERS R., *Le développement des valeurs mobilières du milieu du XVIII^e siècle à 1914*, cours de D.E.S. à la Faculté de droit de Paris, Les nouvelles institutes, 1955-56, [BS S 330 VIL].

VILLERS R., "Fiscalité et économie en France au XX^e siècle", *Revue de science financière*, n°3, 1969.

VINCENT A., "Les comptes nationaux", in : A. Sauvy, 1972, p.309-43.

VINCENT G., *Le régime fiscal des sociétés*, Godde, 1928.

WAHL A., "Étude sur l'augmentation du capital dans les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions", *Annales de droit commercial*, VIII, 1894, n°152, p.14-28.

WARNER J.B., "Bankruptcy costs, some evidence", *Journal of finance*, XXXII, n°2, mai 1977.

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.

WEYDERT J.M., "La fiscalité et le financement des entreprises", *Economie Appliquée*, XXI n°3-4, 1968, p.831-851.

WHITE E.N., "The stock market boom and crash of 1929 revisited", *Journal of economic perspectives*, IV, n°2, printemps 1990, p.67-83.

WHITE H.D., *The French international accounts 1880-1913*, Cambridge, Harvard U.P., 1933, [BN 8°R26257(50)].

WILLIAMSON O.E., *The economic institutions of capitalism*, New-York, Free Press, 1975.

WILLIAMSON O.E., "The modern corporation: origins, evolution, attributs", *Journal of economic litterature*, XIX, n°4, décembre 1981, p.1537-1568.

WILLIAMSON O.E., "Organization form, residual claimants, and corporate control", *Journal of financial economics*, XXVI, juin 1983, p.351-366.

WILLIAMSON O.E., "Corporate finance and corporate governance", *Journal of finance*, XLIII, juillet 1988, p.567-592.

WILLIAMSON O.E., "Transactions cost economics", in : R. Schmalensee & R. Willig (1989), vol. 1, p.135-82.

YANEY B.S., "Scientific bookkeeping and the rise of capitalism", *Economic history review*, 2nd series, 1949, p.99-113.

Table des graphiques

Chapitre 1

Graphique 1.1 : différentes statistiques d'émissions.....	25
Graphique 1.2 : anciennes statistiques d'émissions corrigées.....	26
Graphique 1.3 : émissions d'actions et d'obligations des sociétés cotées.	54
Graphique A1.1.1 : Comparaison des statistiques d'émissions d'actions du Crédit lyonnais et de la SGF brutes et corrigées..	64
Graphique A1.1.2 : Comparaison des statistiques d'émissions d'obligations du Crédit lyonnais et de la SGF corrigée.....	64

Chapitre 2

Graphique 2.1 : émissions d'actions d'apport.....	91
---	----

Chapitre 4

Graphique 4.1 : évolutions des taux de différents impôts.....	171
Graphique 4.2 : impact de l'IGR.....	174
Graphique 4.3 : taux des principaux droits d'enregistrement.....	179
Graphique 4.4 : droits d'enregistrement pesant sur les transactions.....	180
Graphique 4.5 : évolution des droits de succession.....	181
Graphique 4.6 : indicateur du choix entre autofinancement et augmentation de capital.....	193
Graphique 4.7 : indicateur du choix entre autofinancement et endettement.....	194
Graphique 4.8 : indicateurs des choix de financement.....	194
Graphique 4.9 : évolutions de la fiscalité et de la part des actions dans les émissions de titres.....	209
Graphique A.4.4.1 : indicateur de l'incitation fiscale à la dispersion de la détention des titres.....	233
Graphique A.4.4.2 : émissions d'actions gratuites après cotation.....	234
Graphique A.4.4.3 : remboursements d'actions après cotation.....	234

Chapitre 5

Graphique 5.1 : montants des apports et des émissions en numéraire pour l'ensemble des sociétés et quatre secteurs.....	262
Graphique 5.2 : comparaison des rendements des actions et des obligations.....	284

Graphique 5.3 : évolution du cours des actions, 1890-1913.....	285
--	-----

Chapitre 6

Graphique 6.1 : exportations de capitaux et revenu des capitaux exportés.....	311
Graphique 6.2 : inscriptions à la cote et cours des actions.....	323
Graphique 6.3 : impôt sur les opérations de Bourse, 1893-1908.....	326
Graphique 6.4 : importances relatives du parquet et de la coulisse.....	327
Graphique 6.5 : impôt sur les opérations de Bourse, 1893-1913.....	341
Graphique A.6.2.1 : quatre estimations des transactions en milliards de francs courants.....	356

Chapitre 7

Graphique 7.1 : évolution de la dette publique.....	363
Graphique 7.2 : parts des différents émetteurs sur le marché, 1892-1939.	364
Graphique 7.3 : comparaison du rendement nominal et réel des obligations à l'émission, et de l'inflation.....	365
Graphique 7.4 : évolution des cours du dollar et de la livre sterling.....	369
Graphique 7.5 : évolution de la dette à court terme.....	373
Graphique 7.6 capitalisations des titres étrangers cotés à Paris.....	377
Graphique 7.7 : quatre estimations des transactions totale (en francs 1913).....	378
Graphique 7.8 : dépôts bancaires en pourcentage du PIB.....	388
Graphique 7.9 : fonds propres des trois principales banques d'affaires (1913-1933).....	390
Graphique 7.10 : inscriptions à la cote officielle.....	396
Graphique 7.11 : comparaison des spécialisations sectorielles de la coulisse et du parquet.....	400
Graphique 7.12 : estimation de l'évolution des transactions sur titres privés français.....	404
Graphique 7.13 : ratio cours sur dividendes (en indices).....	405

Table des tableaux

Introduction

Tableau 0.1 : importance des valeurs mobilières en France au XIX ^e siècle.....	10
Tableau 0.2 : importance des revenus des valeurs mobilières et de l'immobilier.....	10
Tableau 0.3 : capitalisations des valeurs inscrites à la cote officielle de la Bourse de Paris.....	10
Tableau 0.4 : répartition entre emprunteurs de la capitalisation des valeurs françaises.....	13

Chapitre 1

Tableau 1.1 : capitalisation boursière des titres français privés cotés à la cote officielle.....	22
Tableau 1.2 : poids des sociétés cotées dans l'économie.....	43
Tableau 1.3 : variation du nombre de sociétés cotées.....	44
Tableau 1.4 : distribution par taille des sociétés cotées.....	45
Tableau 1.5 : nombre de sociétés cotées (stock) et inscrites (flux) à la cote officielle.....	46
Tableau 1.6 : capitalisations boursières des actions des sociétés cotées.....	47
Tableau 1.7 : capitalisation boursière des obligations des sociétés cotées.....	48
Tableau 1.8 : principales sociétés cotées à différentes dates.....	50
Tableau 1.9 : importance comparée des différents marchés.....	53
Tableau 1.10 : émissions des sociétés cotées.....	54
Tableau 1.11 : émissions d'actions des sociétés cotées.....	56
Tableau 1.12 : émissions d'obligations des sociétés cotées.....	57
Tableau A1.1.1 : comparaisons des différentes statistiques d'émissions..	65
Annexe 1.3 : détail des valeurs cotées à la cote officielle de la Bourse de Paris.....	69
Annexe 1.4 : détail de la capitalisation boursière des titres français cotés à la cote officielle.....	70

Chapitre 2

Tableau 2.1 : Moyens de financement à long terme de l'investissement net de l'ensemble des sociétés françaises.....	73
Tableau 2.2 : Importance des deux groupes d'entreprises cotées sans interruption par rapport à l'ensemble de la cote officielle.....	83

Tableau 2.3 : distribution par secteur et par taille des deux groupes d'entreprises cotées sans interruption.....	84
Tableau 2.4 : financement des sociétés cotées sans interruption de 1891 à 1913 et de 1913 à 1936.....	85
Tableau 2.5 : financement des sociétés cotées sans interruption de 1901 à 1913.....	94
Tableau 2.6 : financement des sociétés cotées sans interruption de 1913 à 1928.....	95
Tableau 2.7 : comparaison du financement aux différentes périodes des sociétés présentes sans interruption à la cote de 1891 à 1936...	100
Tableau 2.8 : comparaison du financement entre 1901 et 1913 des sociétés anciennes et nouvelles.....	102
Tableau 2.9 : comparaison du financement entre 1914 et 1928 des sociétés anciennes et nouvelles.....	103
Tableau 2.10 : comparaison du financement entre 1928 et 1936 des sociétés anciennes et nouvelles.....	105
Tableau 2.11 : indicateurs du renouvellement de la cote.....	107
Tableau 2.12 : comparaison par période des sociétés inscrites à la cote en cours de période et de celles présentes en début de période....	110

Chapitre 4

Tableau 4.1 : montants versés au titre des principaux impôts.....	170
Tableau 4.2 : estimation des taux actuels équivalents à un taux d'imposition de 10%.....	181
Tableau 4.3 : estimation économétrique des explications de la variance de l'autofinancement.....	202
Tableau 4.4 : effets de la croissance sur l'autofinancement ex-post et sur le financement externe ex-ante.....	205
Tableau 4.5 : Explication de la part des obligations dans le financement externe des sociétés cotées.....	220
Tableau 4.6 : deux indicateurs sectoriels de l'endettement.....	223
Tableau 4.7 : effet des émissions d'obligations de la période antérieure.	225
Tableau A.4.1.1 : les impôts directs.....	228
Tableau A.4.1.2 : les droits d'enregistrement.....	229
Tableau A.4.1.3 : les droits de succession.....	230

Chapitre 5

Tableau 5.1 : importance des parts de fondateurs par secteur et par taille.....	255
Tableau 5.2 : les actions à vote plural par secteur en 1928.....	257
Tableau 5.3 : les actions non cessibles dans les compagnies d'assurance.	259
Tableau 5.4 : importance des apports en nature par secteur et par période.....	261

Tableau 5.5 : effet des parts de fondateurs et des actions non librement cessibles sur le financement (hors assurances).....	265
Tableau 5.6 : effet des actions à vote plural sur le financement.....	270
Tableau 5.7 : importance des apports autour de la cotation.....	274
Tableau 5.8 : effet des apports en nature sur les émissions.....	275
Tableau 5.9 : volatilité des dividendes selon les périodes et par secteur.	285
Tableau 5.10 : volatilité d'un certain nombre d'indices réels et financiers.....	286
Tableau 5.11 : rendement nominal et réel des actions avant et après impôt.....	288
Tableau 5.12 : la liquidité du marché.....	292
Tableau 5.13 : la liquidité en fonction du secteur.....	293
Tableau 5.14 : l'homogénéisation de la liquidité des sociétés cotées.....	296
Tableau 5.15 : Effets de la liquidité sur le financement.....	297

Chapitre 6

Tableau 6.1 : emprunts et paiements de l'État.....	308
Tableau 6.2 : portefeuilles titres des principales banques d'affaires.....	317
Tableau 6.3 : répartition des titres cotés en coulisse.....	319
Tableau 6.4 : taille des nouvelles sociétés inscrites.....	328
Tableau 6.5 : taux de disparition en coulisse et au parquet.....	332
Tableau 6.6 : indicateurs de la spécialisation des cotes de la coulisse et du parquet.....	333
Tableau 6.7 : répartition sectorielle de la capitalisation des parquets de Lille et Lyon en 1900.....	335
Tableau 6.8 : répartition entre catégories de titres des transactions en 1906 et estimation des taux de rotation.....	340
Tableau A.6.1.1 : comparaison des sociétés cotées en coulisse et au parquet (en stocks).....	350
Tableau A.6.1.2 : comparaison des inscriptions de sociétés aux cotes de la coulisse et du parquet (en flux).....	351
Tableau A.6.2.1 : estimation des transactions sur rentes, 1893-1906.....	354
Tableau A.6.2.2 : taux des impôts et estimations des transactions.....	357

Chapitre 7

Tableau 7.1 : balance des paiements de la France dans l'entre-deux-guerres.....	370
Tableau 7.2 : variation des courtages au parquet.....	379
Tableau 7.3 : valeur individuelle des titres cotés à Lille et à Lyon.....	382
Tableau 7.4 : part des différentes opérations dans les transactions en 1931.....	384
Tableau 7.5 : participations des principales sociétés en 1911 et 1936.....	386
Tableau 7.6 : participations de quelques sociétés en 1932.....	386

Tableau 7.7 : estimation du poids des participations dans la capitalisation de certains secteurs, et de leur croissance entre 1913 et 1936.....	387
Tableau 7. 8 : fréquence des opérations financières des sociétés cotées....	391
Tableau 7.9 : activité de la coulisse du comptant de 1923 à 1928.....	397
Tableau 7.10 : renouvellements comparés de la coulisse et du parquet..	397
Tableau 7.11 : estimation du roulement des différentes catégories de titres.....	404
Tableau 7.12 : portefeuilles titres des banques d'affaires et évaluation de leur importance par rapport aux fonds propres.....	408
Tableau 7.13 : comparaison des valeurs nominales et des valeurs lors de l'inscription.....	409
Tableau 7.14 : baisse du marché des titres et crise économique.....	410
Tableau 7.15 : activité de la coulisse pendant la crise.....	411

Table des matières

Introduction

PREMIERE PARTIE : LE ROLE CROISSANT DU MARCHÉ DANS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES.....	17
Chapitre 1 : Élargissement de la cote et croissance des émissions.....	18
I. Outils disponibles pour mesurer le rôle du marché pour les sociétés	20
I. A. La capitalisation boursière.....	21
I. B. Les statistiques d'émissions	24
I. B. 1. Les statistiques existantes	
I. B. 2. Les émissions des sociétés cotées	
II. Nos données sur les sociétés cotées au parquet.....	30
II. A. Les indications relevées.....	31
II. B. Mesure des émissions d'actions et d'obligations.....	33
II. B. 1. Les émissions d'actions	
II. B. 2. Les émissions d'obligations	
II. C. Mesure des capitalisations boursières.....	38
II. C. 1. La capitalisation boursière des actions	
II. C. 2. La capitalisation des obligations	
III. Premiers résultats.....	42
III. A. La capitalisation boursière.....	42
III. A. 1. Élargissement du marché	
III. A. 2. Élargissement sectoriel	
III. A. 3. La représentativité du Parquet parisien	
III. B. Les émissions.....	54
III. B. 1. Augmentation des émissions	
III. B. 2. Principales évolutions sectorielles	
Conclusion.....	59
Annexe 1.1 : Estimations des émissions des sociétés privées à partir des statistiques de la SGF et du Crédit lyonnais	
Annexe 1.2 : les nomenclatures sectorielles choisis	

Annexe 1.3 : détail des valeurs cotées à la cote officielle de la Bourse de Paris	
Annexe 1.4 : Détail de la capitalisation boursière des titres français cotés à la cote officielle	

Chapitre 2 : Marché financier et autofinancement	71
I. Une nouvelle approche du financement.....	72
I. A. Limites des mesures agrégées.....	72
I. B. Approche par la théorie financière.....	76
I. B. 1. Le principe	
I. B. 2. Défense et illustration	
II. La croissance du financement externe des sociétés cotées.....	82
II. A. Résultats essentiels.....	82
II. A.1. La croissance des sociétés cotées sans interruption	
II. A. 2. Le financement	
II. A. 3. La croissance externe	
II. B. Dépendance des résultats envers la conjoncture macroéconomique.....	92
III. Changement du financement ou renouvellement de la cote ?.....	98
III. A. Modes de financement des sociétés anciennes et nouvelles : un renouvellement limité.....	99
III. B. Les sociétés cotées en cours de période : un renouvellement significatif des modes de financement.....	107
III. B. 1. Mesure d'ensemble	
III. B. 2. Examen sectoriel	
III. B. 2. a. Tendances principales	
III. B. 2. b. Deux exemples de secteurs renouvelés : alimentation et	
électricité	
Conclusion.....	118
Annexe 2.1 : discussion des hypothèses utilisées pour mesurer les parts des moyens de financement	

DEUXIEME PARTIE : APPROCHE MICRO-ECONOMIQUE.....
125

Chapitre 3 : Principales approches micro-économiques du financement des entreprises	127
I. les modèles "keynésiens orthodoxes".....	130

I. A. La critique de la perfection du marché des capitaux.....	131
I. B. L'étude des flux de fonds.....	133
I. C. La place du financement externe dans le modèle de Courbis.....	137
II. La théorie financière néoclassique.....	138
II. A. La théorie du portefeuille.....	141
II. B. Le financement des entreprises sur un marché efficace.....	143
II. C. Fiscalité et choix financiers.....	146
II. C. 1. L'avantage fiscal de l'endettement	
II. C. 2. La politique de dividende	
III. Les asymétries d'information.....	152
III. A. Les théories du signal.....	152
III. B. Les théories du mandat.....	155
III. B. 1. Développement de la théorie	
III. B. 1. a. Les coûts de mandat des actions	
III. B. 1. b. Les coûts de mandat de la dette	
III. B. 2. Remise en cause de la théorie des mandats	
III. B. 3. Formes des entreprises et coûts de mandat	
Conclusion.....	163

Chapitre 4 : Les déterminants de l'évolution du financement des entreprises.....

entreprises.....	165
I. La fiscalité du capital financier : description et analyse.....	168
I. A. L'imposition des bénéfices.....	170
I. B. L'impôt sur le revenu.....	173
I. B. 1. L'impôt sur le revenu des particuliers	
I. B. 2. L'imposition des revenus mobiliers des sociétés	
I. C. Les droits d'enregistrement.....	178
I. C. 1. Les droits spécifiques sur les valeurs mobilières	
I. C. 2. L'impôt sur les mutations à titre gratuit	
I. C. 3. Synthèse	
II. Modèle d'estimation des effets du système fiscal.....	182
II. A. Autofinancement <i>vs</i> augmentation de capital.....	185
II. A. 1. Cas général	
II. A. 2. Prise en compte de la modification du capital social	
II. A. 3. Prise en compte des coûts de transactions sur les émissions	
II. B. Endettement <i>vs</i> augmentation de capital.....	189
II. C. Endettement <i>vs</i> autofinancement.....	190
II. D. Synthèse et premiers résultats.....	191

II. D. 1. Les conditions d'un système fiscal neutre

II. D. 2. Application empirique : principaux caractères du système fiscal

III. Les choix de financement des entreprises.....	195
III. A. Autofinancement et financement externe.....	196
III. A. 1 Insuffisance de l'explication fiscale	
III. A. 2. Une explication keynésienne : le rôle de la croissance	
III. A. 2. a. La corrélation entre croissance et financement externe	
III. A. 2. b. Difficultés d'observation	
III. A. 2. c. Autres variables explicatives	
III. A. 3. Principaux résultats	
III. A. 3. a. La croissance	
III. A. 3. b. Effets des variables complémentaires	
III. B. Le choix entre actions et obligations.....	208
III. B. 1. Test chronologique	
III. B. 1. a. L'insuffisance de l'explication fiscale	
III. B. 1. b. Les explications complémentaires	
III. B. 1. c. Résultats	
III. B. 2. Étude sur données transversales	
III. B. 2. a. Les contraintes quantitatives sur l'endettement	
III. B. 2. b. Résultats	
III. B. 2. c. Vérification et explication	
Conclusion.....	226
Annexe 4.1 : les taux d'imposition	
Annexe 4.2 : calcul d'un taux actuel d'imposition	
équivalent à l'impôt sur les successions	
Annexe 4.3 : indicateurs des arbitrages entre moyens de financement	
Annexe 4.4 : autres exemples des effets de la fiscalité	
Chapitre 5 : Asymétries d'information et financement des entreprises..	235
I. Les asymétries d'information : importance et conséquences possibles	237
I. A. L'importance des asymétries d'information.....	238
I. A. 1. L'information fournie par les sociétés	
I. A. 2. La manipulation des bilans	
I. A. 3. Autres sources d'information	
I. B. Conséquences possibles.....	244
I. B. 1. Contrôle et coûts de mandats	
I. B. 2. Coûts de mandat ordinaires	
I. B. 3. Coûts de mandats spécifiques à notre période	
I. B. 3. a. Constitutions de sociétés	
I. B. 3. b. Fonctionnement des sociétés	

II. L'évolution des institutions et des comportements.....	322
II. A. Les effets du monopole.....	323
II. A. 1. Contestation du monopole et réponse du parquet	
II. A. 2. Réaffirmation du monopole : le retour au conservatisme	
II. B. Au delà du monopole : spécificités des différentes cotes.....	329
II. B. 1. Limites de l'explication par le monopole	
II. B. 2. Spécificités des différents marchés des titres privés	
II. B. 3. Accentuation de la polarisation	
III. L'activité du marché et la demande de titres.....	338
III. A. Les transactions.....	339
III. B. La diffusion de l'usage des titres privés.....	342
III. B. 1 Augmentation du nombre des épargnants intéressés	
III. B. 2. Quelques explications	
Conclusion.....	348
Annexe 6.1 : Spécialisations sectorielles comparées de la coulisse et du parquet	
Annexe 6.2 : les transactions sur le marché financier français	

Chapitre 7 : L'entre-deux-guerres : hypertrophie et affaissement du marché.....

I. Émetteurs privés et autres emprunteurs du marché.....	362
I. A. Les effets contrastés de l'endettement public	362
I. A. 1. Les séquelles de la guerre	
I. A. 2. Stabilité monétaire et éviction	
I. B. La perte des avoirs sur l'étranger.....	367
I. C. Transformations de l'équilibre du système financier.....	372
I. C. 1. Le poids de la dette flottante et ses effets sur le système bancaire	
I. C. 2. Recentrage sur les banques du marché financier	
I. C. 3. Effets sur le marché boursier	
II. Le développement du marché des titres privés.....	379
II. A. Inflation et changement de comportement du public.....	380
II. A. 1. Élargissement du public	
II. A. 2. Une augmentation de l'instabilité du marché ?	
II. A. 3. Développement des participations entre sociétés	
II. B. L'accès à la cote des sociétés privées : le rôle des banques.....	388
II. B. 1. Concurrence entre banques de dépôt et banques d'affaires	
II. B. 2. Conséquences sur le marché	

II. C. Cotations et émissions : le rôle des intermédiaires.....	395
II. C. 1. Élargissement des cotes	
II. C. 2. Une augmentation des risques ?	
III. Crise et affaissement du marché des titres privés.....	402
III. A. La croissance des années 1920 est-elle une bulle spéculative ?.....	402
III. B. L'affaissement du marché des titres privés.....	406
III. B. 1. Stabilisation et retour aux titres à revenu fixe	
III. B. 2. Les répercussions de la crise économique	
Conclusion.....	413
Conclusion.....	415
Sources et bibliographie.....	423
Annexe statistique.....	468
Table des graphiques.....	505
Table des tableaux.....	507
Table des matières.....	511