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 4 et 5

Université de Paris I Panthéon-Sorbonne

1994

Chapitre 4

Les déterminants de l'évolution du financement des entreprises

Le chapitre 2 a montré que l'évolution du financement des entreprises comportait deux éléments : d'une part un élément temporel, vérifié dans les différents secteurs et pour les entreprises de toutes tailles, que l'on peut ramener à une diminution de l'autofinancement et à une croissance de la part des actions au sein du financement externe ; d'autre part un élément de différenciation horizontale des entreprises pour une période donnée, dont le secteur d'appartenance et l'ancienneté de cotation ont semblé être des indicateurs. Dans ce chapitre, nous cherchons d'abord à expliquer les grandes lignes de l'évolution suivie par les formes de financement.

Comme on l'a vu au chapitre 3, la théorie néoclassique met la fiscalité relative des différents moyens de financement au cœur de l'arbitrage réalisé par les détenteurs de capitaux, et en conséquence par les entreprises. Elle conclut qu'en équilibre général de concurrence parfaite, les changements dans le temps des parts des différents modes de financement devraient s'expliquer principalement par les variations de la fiscalité.

La théorie keynésienne (N. Kaldor, R. Courbis) est la principale alternative à l'explication néoclassique. Elle considère que les entreprises cherchent moins à minimiser la fiscalité qu'à assurer la stabilité de leur financement. Elle considère donc que seule la perspective d'une croissance plus rapide incite les entreprises à abandonner la sécurité de l'autofinancement pour le financement externe. De même, elle met l'augmentation des fonds propres en tête des financements externes, et juge que l'endettement ne peut se substituer à eux que si la croissance connaît une accélération ou si l'allongement du terme des emprunts obligataires les rend presque équivalents à des émissions d'actions.

Que ce soit parmi les keynésiens ou les néoclassiques, les coûts apparents de financement (les rendements des titres tels qu'ils sont mesurables sur le marché) ne sont plus considérés par les théoriciens comme des déterminants importants des choix financiers. Pour les keynésiens, la prépondérance de l'objectif de stabilité du financement et le souhait de s'affranchir des

considérations conjoncturelles sont à l'origine de cette mise à l'écart. À l'inverse, la théorie néoclassique y aboutit par un approfondissement de critères de choix toujours centrés sur les différences de coûts entre moyens de financement : c'est ici au nom des possibilités d'arbitrage et d'une vision en équilibre général que les prix de marché des titres sont considérées comme des indicateurs imparfaits du coût du capital, dont ils masquent inutilement la nécessaire unicité. Nous examinerons ci-dessous s'il est utile de joindre malgré tout ces coûts apparents (que la théorie classique mettait, avant la finance moderne, au cœur des décisions des entreprises[1]) aux autres explications que nous venons de rappeler.

Nous tenterons ci-dessous de comparer ces théories. Selon les cas, ces confrontations requièrent des données en séries chronologiques ou en coupe transversale. Nos données nous fournissent les unes et les autres, mais pas toujours aussi complètement que ce qu'on pourrait souhaiter. Ainsi, les séries chronologiques ne sont pas disponibles pour la comparaison entre l'autofinancement et le financement externe du fait que notre méthode de mesure de l'autofinancement n'est utilisable que sur des périodes assez longues. À l'inverse, nous ne disposons de données sur les rendements ou les cours des titres qu'au niveau du marché dans son ensemble.

Nous avons mis la théorie néoclassique actuelle, et donc l'examen du rôle de la fiscalité, au centre de notre démarche. En effet, d'une part cette théorie fournit l'explication la plus rigoureuse et la plus forte théoriquement, d'autre part la fiscalité a l'avantage d'être identique pour toutes les sociétés[2] et aisément quantifiable, ce qui la rend très propice à une vérification empirique. Nous suivons dans ce choix M. King (1977), à qui nous reprenons une partie de la méthode utilisée (y compris les notations de notre modèle pour ce qu'il a de commun avec le sien, de manière à faciliter une comparaison éventuelle). Comme lui, nous n'introduisons pas les théories alternatives dans un modèle unique, qui ne serait pas cohérent[3], mais les étudions dans la partie empirique.

---

[1] Si le choix entre actions et obligations est assez facilement envisageable dans cette perspective, ce n'est pas le cas du choix entre autofinancement et financement externe puisque le coût de l'autofinancement est un coût d'opportunité qui ne peut être mesuré séparément du rendement des actions de la société concernée.

[2] L'État n'utilise pas encore à l'époque le système fiscal pour inciter les entreprises à certaines activités (investissement ou exportation par exemple), ni pour favoriser certains secteurs par des exemptions. Les subventions sont également exceptionnelles.

[3] Seule la théorie financière néoclassique propose une vision en équilibre général du financement, intégrant les comportements des épargnants et ceux des entreprises, tandis que les théories alternatives reposent largement sur la robustesse supposée de quelques relations d'équilibre partiel considérées comme essentielles.

Nous procéderons de la manière suivante : nous présenterons d'abord l'évolution de la fiscalité touchant le capital financier, puis nous proposerons un modèle permettant de déterminer son effet global sur les choix de financement des entreprises. Nous chercherons ensuite à tester ce modèle sur les données présentées au chapitre 2, et le confronterons alors aux autres explications du financement.

I. LA FISCALITÉ DU CAPITAL FINANCIER

La plupart des études historiques de la fiscalité française reposent sur l'analyse des montants perçus par le Trésor grâce aux différents impôts. Si elles permettent de comprendre la fiscalité dans ses aspects macro-économiques, sociaux et politiques, elles négligent les incitations qui pèsent sur les comportements individuels. Nous faisons ici le choix opposé, puisque nous cherchons à décrire la manière dont le système fiscal influence les choix des entreprises entre les différents moyens de financement[4].

Notre période se prête bien à la mesure des effets d'incitation de la fiscalité, car les interventions étatiques (autorisations d'émissions, contrôle des taux d'intérêt, subventions) qui empêcheront après 1945 le libre jeu des comportements individuels, n'existent pas encore. En outre, cette période voit l'apparition de l'impôt sur le revenu, dont on considère qu'il provoque en général des réactions plus fortes que les impôts prélevés à la source ou que les droits d'enregistrement.

Une approche en termes d'incitations impose de connaître le système fiscal tel que le percevaient les contemporains. La fiscalité du capital durant cette période n'a pas fait l'objet d'étude détaillée, de sorte que nous avons dû procéder à une reconstitution à la fois de l'évolution de la législation fiscale et de celle des grandes lignes de la jurisprudence. Nous avons procédé par allers-retours entre les textes de loi eux-mêmes et les traités de droit fiscal ou de droit commercial contemporains. Notre objectif n'étant pas de discuter l'histoire du

[4] Notre perspective est proche de celles d'un grand nombre de travaux sur la période contemporaine, mais n'a été utilisée sur des données historiques françaises que dans un article de M. Levasseur et J.-L. Olivaux (1981). Ceux-ci examinent très rapidement la fiscalité française depuis les années 1920, mais ne la confrontent pas assez précisément, faute de données, aux évolutions des différents moyens de financement utilisés.

droit fiscal, nous ne donnons de références que lorsque des interprétations nous intéressant sont associées à la description du système fiscal[5].

De manière à circonscrire le travail, nous faisons l'hypothèse que les choix entre le instruments de financement que nous étudions ne sont pas influencés par les arbitrages effectués par les épargnants entre placements financiers et autres (immobilier en particulier[6]). Ceci équivaut à supposer réalisé l'équilibre de concurrence parfaite sur le marché des actifs au sens large. Dans la logique de cette hypothèse, nous abordons l'impact de la fiscalité dans une procédure d'équilibre général, en tenant compte simultanément de tous les impôts frappant le capital financier, de l'impôt sur les bénéfices à l'impôt sur le revenu, dans la mesure où ils établissent une distinction quelconque entre les différents moyens de financement.

Le système fiscal français se caractérise au début de notre période par son ancienneté, son incapacité croissante à fournir des recettes suffisantes au gouvernement et son inadaptation à l'économie moderne. Ces traits apparaissent non seulement dans les formes des impôts directs (les "quatre vieilles" contributions instaurées pendant la Révolution), qui ne sont pas liés explicitement au revenu, mais surtout dans l'importance des impôts d'enregistrement (qui freinent considérablement les échanges)[7]. Ce système ne supporte pas l'augmentation des dépenses qui résulte de la première guerre mondiale. L'impôt sur le revenu est adopté en 1914, même si ses modalités d'application ne sont définies dans le cas des bénéfices industriels et commerciaux qu'en 1917, et s'il n'est payé réellement qu'à partir de 1920. Cette transformation essentielle ne supprime pas les vieux droits d'enregistrement, dont la place demeure importante jusqu'aux années 1930 (tableau 4.1).

---

[5] Les principaux ouvrages sur lesquels nous nous sommes appuyé sont cités dans la bibliographie.

[6] Pour lever cette hypothèse, il serait nécessaire de comparer la fiscalité des titres privés à celle des placements alternatifs, exercice dont la complexité nous entraînerait à déborder de notre objet présent. D'une part, la législation est lourde et pose des problèmes de discontinuité, par exemple pour l'immobilier avec les blocages de loyers. D'autre part, on manque de données suffisantes sur le partage de la fortune privée entre foncier, mobilier et immobilier durant notre période.

[7] Sur ce point et sur les débats de l'époque, en particulier autour de la création de l'impôt sur le revenu, voir G. Ardant (1965, 1972), J. Bouvier & J. Wolff (1973) et H. Isaïa & J. Spindler (1987).

Tableau 4.1 : montants versés au titre des principaux impôts

	IGR	BIC	Autres cédules	IRVM	Autres directs	Enregis-trement	Timbre	Impôts indirects	Douanes	Total
1890				51	480	541	170	612	355	2209
1900				79	524	573	183	668	415	2443
1913				138	634	834	351	697	778	3433
1921	1472	981	367	929	637	2699	586	3223	1530	12423
1928	2317	4084	1198	3542	2337	4471	2700	6751	4658	32058
1938	3127	3388	1556	5799	1174	4094	2724	5120	8823	35805
En pourcentages										
1890				2	22	25	8	28	16	100
1900				3	21	23	8	27	17	100
1913				4	18	24	10	20	23	100
1921	12	8	3	7	5	22	5	26	12	100
1928	7	13	4	11	7	14	8	21	15	100
1938	9	9	4	16	3	11	8	14	25	100

Légende : Les montants sont en millions de francs courants. L'IGR est l'impôt général sur le revenu, BIC l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux. Les autres cédules de l'impôt sur le revenu incluent les traitements, salaires et pensions, les bénéfices de l'exploitation agricole et des professions non commerciales. Le timbre inclut l'impôt sur les opérations de Bourse. L'IRVM (impôt sur le revenu des valeurs mobilières) inclut quelques impôts mineurs supplémentaires. L'enregistrement inclut beaucoup d'autres opérations (en particulier la taxe à la mutation immobilière) que celles concernant les opérations financières des sociétés. Source : *Annuaire rétrospectif* de l'INSEE (1966), pp. 486 et 496.

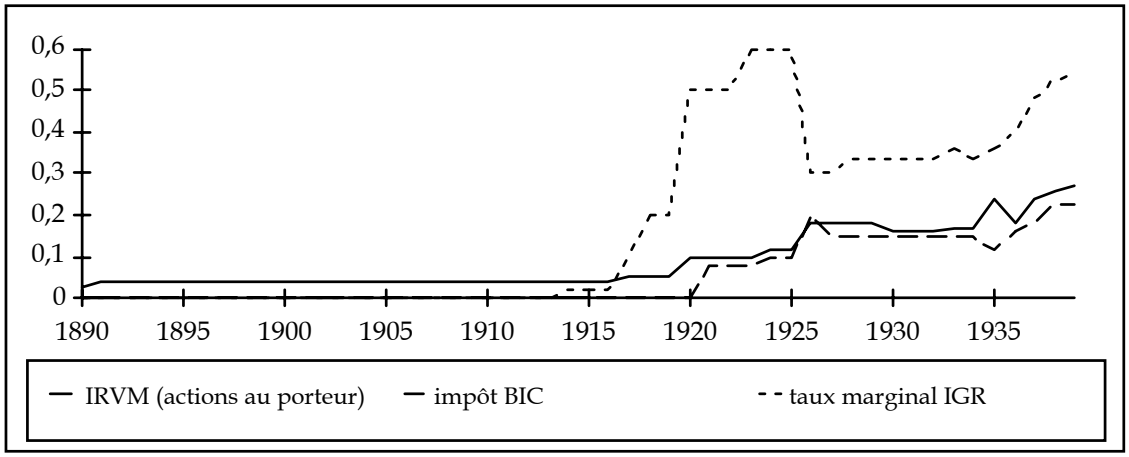
Pour mesurer l'évolution (et les transformations) du système fiscal en ce qui concerne les revenus du capital investi dans les entreprises, on ne suivra pas l'ordre chronologique de développement de la fiscalité. On examinera d'abord l'imposition des bénéfices, puis celle des revenus distribués, enfin celle du capital (qui le frappe en particulier lors des opérations financières réalisées par les entreprises).

I. A. L'imposition des bénéfices

L'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux (BIC) est créé en France comme l'ensemble de l'impôt sur le revenu en 1914. Il frappe indépendamment de leur distribution les bénéfices réalisés par toutes les entreprises[8]. L'évolution de son taux est retracée sur le graphique 4.1.

[8] On doit y ajouter la contribution nationale extraordinaire de 2% des bénéfices décidée par le décret du 12 novembre 1938. Cette contribution s'élève à 2% en 1938 et 1939, puis à 5% pour 1940 et 1941.

Graphique 4.1 : évolutions des taux de différents impôts



Légende : les taux indiqués sont des taux moyens annuels. Pour l'IGR il s'agit du taux marginal de la tranche la plus élevée (majorations éventuelles incluses). Les chiffres sont fournis en annexe 4.1.

Si le taux de cet impôt est bien connu, son assiette est plus difficile à évaluer, surtout du fait d'incertitudes sur les charges déductibles des profits bruts de l'exploitation. Durant notre période, les principes de détermination des amortissements et des provisions nécessaires ont sensiblement évolué, de même que les méthodes d'évaluation des différentes valeurs d'actif. Ces divers changements peuvent modifier dans des proportions considérables les résultats et les impôts d'une société, en particulier dans les secteurs les plus capitalistiques.

La loi créant l'impôt sur les BIC admet en déduction des bénéfices bruts les "amortissements généralement admis", c'est-à-dire l'amortissement linéaire basé sur le prix de revient et calculé en fonction de la durée de vie de l'immobilisation considérée comme habituelle dans la profession[9]. Si le principe est assez net, la pratique varie puisque beaucoup d'entreprises amortissent encore à la fin des années 1920 en fonction des bénéfices ou du prix de remplacement et non des immobilisations. Pour mettre fin à cette pratique, que l'inflation rend souvent nécessaire, le fisc autorise en 1930 une réévaluation des bilans en franchise d'impôt[10], puis le report sur les exercices suivants des amortissements retardés du fait de déficits d'exploitation[11].

[9] Les durées d'utilisation admises en principe pour les principales catégories d'actifs (bâtiments industriels, machines, petit matériel, véhicules, etc.) sont très stables ; elles sont rappelées par de nombreux guides pratiques des impôts.

[10] Cette réévaluation est peu appliquée car ses conditions sont restrictives (seules les réévaluations d'actifs immobiliers sont exonérées d'impôt) et du fait de la crainte des entreprises de voir le fisc s'intéresser de trop près aux méthodes d'établissement des bilans.

[11] Une pratique nouvelle et promise à l'avenir que l'on sait est inaugurée par le décret du 2 mai 1938 qui cherche à inciter à l'investissement par l'autorisation d'amortissements exceptionnels. Ce même décret admet également une pratique temporaire contraire à tous les textes antérieurs : le calcul de l'amortissement en fonction du prix de remplacement et non du coût de

Par ailleurs, le régime des provisions déductibles ne semble pas changer sensiblement durant notre période[12]. En revanche, les déficits d'exploitation deviennent reportables sur les bénéfices des trois exercices suivants à partir de la loi du 20 décembre 1928, délai porté à cinq ans par le décret du 30 octobre 1935.

Enfin, l'imposition des plus-values réalisées par les entreprises sur leurs stocks, leurs portefeuilles de titres ou d'autres actifs est une question longtemps controversée. En effet les sociétés peuvent souhaiter renforcer leur image aux yeux de leurs créanciers en constatant au bilan, sous forme de réserves, des plus-values obtenues sur des actifs, sans pour autant que ceux-ci aient été liquidés. Il y a alors réévaluation d'actif, et la difficulté consiste à savoir si la plus-value éventuellement dégagée est ou non partie intégrante du bénéfice ; dans l'affirmative, elle est naturellement imposable[13].

Notre période voit la victoire progressive des thèses de l'administration fiscale, favorables à l'imposition. Avec elles, c'est la conception économique (ou, pour mieux dire, comptable) du revenu qui l'emporte sur l'ancienne conception juridique (B. Plagnet, 1987). Cette victoire est consommée par la loi du 28 février 1933 : les plus-values réalisées ou simplement constatées deviennent imposables au taux plein de l'impôt sur les BIC[14]. Cette législation, sévère en période d'inflation, n'est supportable que du fait de l'absence durable de règles précises d'évaluation des différents actifs. Tel est le cas pendant les années 1920, au cours desquelles chacun s'accorde à reconnaître que l'imposition des plus-values reste pour cette raison très théorique[15], tandis

---

revient. Pour éviter la perpétuation de telles méthodes rendues nécessaires par l'inflation, on crée peu après une provision pour renouvellement des matériels, non imposable à condition d'être réinvestie dans un délai de cinq ans.

[12] De même, les divers impôts frappant l'entreprise sont toujours déductibles de l'assiette de l'impôt sur les bénéfices, y compris cet impôt lui-même.

[13] La même question se pose dans le cas des plus-values effectivement réalisées, pour lesquelles les entreprises se trouvent dans une situation identique à celle des particuliers.

[14] Dès l'instauration de l'impôt sur le revenu, l'administration a cherché à imposer les plus-values réalisées ou simplement constatées au bilan, au même titre que les bénéfices. La jurisprudence s'y est opposée très nettement, jusque par plusieurs arrêts du Conseil d'État, de sorte qu'il est difficile de savoir quelle taxation ont subie en pratique les entreprises, bien que la question soit d'importance concernant une période aussi inflationniste.

[15] *Cf.* par exemple Allix & Lecerclé (1928). Il est d'autant plus avantageux de masquer les plus-values qu'avant 1934 elles ne sont pas imposables en fin d'exploitation. Jusqu'à 1939, l'administration cherche surtout à imposer aux contribuables de maintenir d'année en année la même méthode d'évaluation, quelle qu'elle soit. Vers 1927 commence cependant de s'imposer une règle d'origine jurisprudentielle pour l'évaluation des stocks (domaine où la fraude est la plus aisée). Cette règle, qui est considérée comme valable jusqu'à la deuxième guerre mondiale, interdit d'évaluer les stocks à un prix inférieur à celui de 1914 multiplié par la hausse du cours du dollar par rapport au franc diminuée de 20%. Une règle aussi peu affinée sectoriellement donne idée de l'arbitraire qui pouvait régner auparavant. Une règle est également créée en

que les éventuelles moins-values bénéficient pleinement de leur déductibilité. En témoigne le fait que la mise en place, en 1941, de la provision pour maintien des stocks, qui s'accompagne de l'instauration de règles précises d'évaluation de ceux-ci, entraîne l'apparition de plus-values considérables (Formery, 1946).

L'ensemble de ces mesures et de leur irrégulière application rend difficile l'évaluation de l'impact de l'évolution des bases d'imposition sur le poids réel de l'impôt sur les bénéfices. On peut cependant penser que les années 1930 en particulier connaissent un accroissement de la fiscalité plus rapide que ce qu'indiquent les taux nominaux d'imposition.

I. B. L'impôt sur le revenu

I. B. 1. L'impôt sur le revenu des particuliers

La part des bénéfices distribués sous forme de dividendes paie durant toute notre période l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières (IRVM), impôt proportionnel institué en 1872. Cet impôt touche également les intérêts des obligations et, fait notable, les actions gratuites distribuées lors de l'incorporation de réserves au capital. Les revenus mobiliers[16] sont ensuite intégrés à la base de l'impôt général sur le revenu (IGR), impôt progressif créé en 1914 pour compléter le dispositif des impôts cédulaires frappant à taux proportionnel. Cette distinction entre impôt cédulaire (IRVM) et général ne recouvre pas de grandes différences de base d'imposition[17], mais en masque en

---

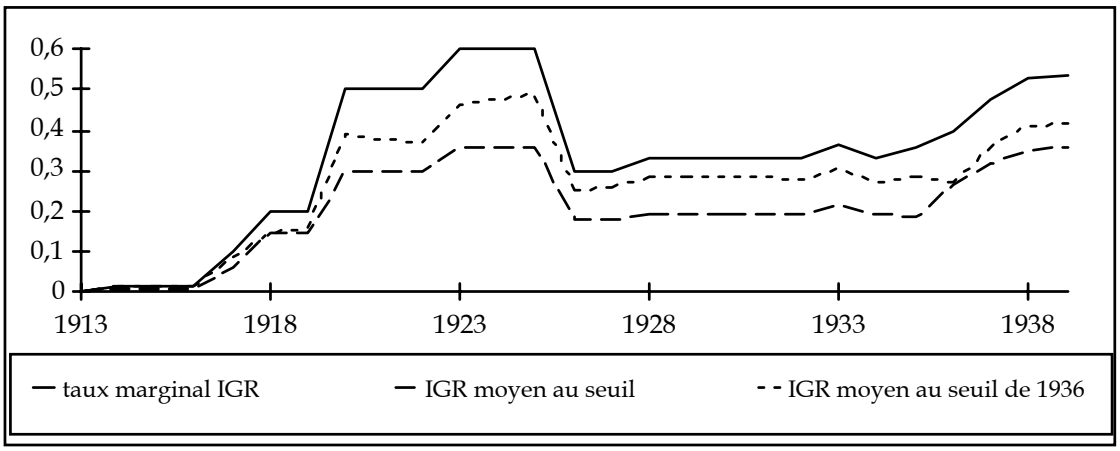
1932 pour les portefeuilles : les entreprises se voient offrir le choix (à effectuer une fois pour toutes) entre trois possibilités : l'évaluation de tous les titres au cours d'achat, celle de tous au cours du jour, et celle des titres en hausse au cours d'achat et des titres en baisse au cours du jour.

[16] Plus précisément, l'IRVM frappe normalement tous les revenus mobiliers (à l'exception des rentes), tandis que l'IGR ne touche que les "produits", dividendes et intérêts (et non les lots et primes de remboursement, gains en capital qui sont frappés d'un taux d'IRVM plus élevé). De 1935 à 1941, les titres au porteur subissent une imposition plus lourde que les nominatifs, justifiée par l'importance de la fraude les concernant. Les régimes particuliers se multiplient à partir de 1939 que l'on peut considérer comme la date de naissance d'une politique économique utilisant systématiquement l'instrument fiscal.

[17] Dès l'origine de l'impôt sur le revenu, et conformément à la position que nous l'avons vue adopter ci-dessus, l'administration fiscale cherche à imposer, malgré les juges, tous les produits des titres autres que le remboursement de leur nominal, et non pas seulement leur revenu au sens juridique du terme. Après les lots et les primes de remboursement des obligations, ce sont en 1925, les remboursements d'apports avant la fin de la société qui deviennent imposables à la fois à l'IRVM et à l'IGR, sauf au cas où ils seraient effectués grâce à la liquidation effective d'actifs. Cette mesure est destinée à supprimer les distributions de bénéfices déguisées en remboursements qui avaient lieu jusqu'alors. Les sociétés dont les statuts imposent le remboursement du capital avant la promulgation de la loi peuvent cependant maintenir cette pratique. En 1932 les jetons de présence aux Assemblées générales deviennent également

revanche de considérables à la fois dans la variation du taux d'imposition entre contribuables et dans l'importance de la fraude possible (graphique 1.2).

Graphique 4.2 : impact de l'IGR



Légende : le taux marginal est celui de la tranche la plus élevée de l'IGR ; le taux moyen au seuil est calculé pour un revenu égal au seuil de la tranche d'imposition la plus élevée ; le seuil de 1936 est le montant en francs constants du seuil de la dernière tranche d'imposition en 1936. Il permet de meilleures comparaisons dans le temps. Les chiffres sont fournis en annexe 4.1.

Nous ne décrirons pas l'évolution des divers abattements pour charges de famille à l'IGR. Ces dégrèvements ce sont multipliés après la première guerre mondiale et la prise de conscience de la situation démographique. Ils n'influencent pas le comportement financier des entreprises qui ne peuvent tenir compte que de la situation de l'épargnant "moyen".

La fraude en revanche éloigne probablement l'imposition réelle de la fiscalité théorique. Elle ne concerne pas l'IRVM, qui est prélevé à la source. À l'inverse, l'IGR et les droits sur les mutations à titre gratuit relèvent de la déclaration de l'épargnant, déclaration longtemps facile à éviter pour les valeurs au porteur.

L'impact de cette fraude est d'autant plus grand que la très grande majorité des titres possédés par des particuliers est au porteur, tandis que les titres nominatifs servent surtout aux placements réglementés (ceux des incapables et des mineurs)[18], à moins qu'ils soient utilisés par des sociétés

---

imposables à la fois à l'IRVM et à l'IGR (loi du 31 mars). Puis la loi du 28 février 1933 soumet à l'IGR les distributions de réserves par augmentation de capital, jusqu'alors seulement soumises au seul IRVM (à moins que l'actionnaire ait le choix entre un dividende en numéraire et les actions gratuites). Les distributions d'actions gratuites à ce titre sont cependant exonérées d'impôt du 1er avril au 31 décembre 1939, et le taux de l'IRVM est réduit de moitié pour les actions distribuées au premier semestre 1940.

[18] La défense du titre au porteur contre les tentatives de suppression (qui sont nombreuses dès l'instauration de l'IGR) est facilitée par les faiblesses pratiques des titres nominatifs: lenteur, coût et complexité de la négociation, qui demeurent malgré les efforts faits (en particulier en 1934-1935) pour accélérer leurs modalités de transfert.

soucieuses de connaître leur actionnariat à des fins de contrôle. Contre cette fraude très répandue, un ensemble de mesures visent à inciter à la mise au nominatif par divers avantages[19]. La faible efficacité de ces mesures reflète à la fois des inconvénients en termes de liquidité des titres nominatifs et l'importance de la fraude.

Les propositions de lois visant à soumettre effectivement les revenus des valeurs au porteur à l'impôt, se multiplient sans être adoptées[20]; les lois se succèdent sans être appliquées, se heurtant à la fois au caractère naturellement anonyme du titre au porteur et au "mur d'argent". L'émission en 1925 d'une rente exonérée de l'IGR facilite encore la vie des fraudeurs, qui peuvent répondre au fisc curieux de leurs revenus qu'ils proviennent de ses coupons[21]. Ce n'est qu'avec la seconde instauration du bordereau de coupons par le décret du 8 juillet 1937 que l'identité des encaisseurs de coupons est définitivement connue et la fraude efficacement combattue[22].

---

[19] Ces avantages sont les suivants : 1°) droits de conversion supprimés pour la conversion au nominatif et élevés pour la conversion au porteur (depuis 1908). La cession d'un titre nominatif impliquant souvent sa conversion au porteur (car seuls les titres au porteur bénéficient d'un marché important), cette différence de traitement est de peu d'effet. Cependant, à partir de la loi du 31 juillet 1920, le droit de conversion payé dans ce cas peut être remboursé au titulaire s'il remploie le prix de la cession à l'achat de valeurs nominatives dans le délai d'un mois. Cet avantage ne diminue cependant pas le coût élevé de leur liquidation définitive. 2°) Droits de transmission plus faibles pour les valeurs nominatives (dès avant 1914) : ce privilège est cependant longtemps limité par la possibilité qu'ont les sociétés de prendre en charge les droits de transmission jusqu'à la loi du 30 juin 1923. 3°) Taux d'IRVM plus faible (de 1934 à 1941) ; cette discrimination est limitée aux valeurs détenues par les particuliers ; cependant, de même que pour les droits de transmission, les sociétés pouvant prendre à leur charge l'IRVM, cet avantage des titres au porteur est faible ; la loi limite seulement de 1935 à 1937 à 18% du revenu la part que la société peut prendre à sa charge. 4°) Restriction aux actions nominatives de l'attribution de droits de vote doubles (loi du 13 novembre 1933).
Le rendement plus élevé résultant pour les titres nominatifs de ces divers avantages est la contrepartie du coût et de la lenteur de liquidation d'un portefeuille ainsi composé.

[20] La première loi votée imposant la déclaration de son identité par tout encaisseur de coupons est celle du 22 mars 1924 (instauration d'un bordereau de coupons) ; elle est appliquée difficilement du 16 septembre 1924 au 23 février 1925, avant d'être abrogée en juillet. En 1926, un carnet individuel de coupons est créé par la loi du 4 avril et supprimé en août. La carte d'identité fiscale instaurée par la loi du 23 décembre 1933 voit son entrée en vigueur reportée plusieurs fois avant d'être ajournée *sine die*. En ce qui concerne l'impôt sur les successions, des mesures comme l'interdiction faite aux banques d'ouvrir les coffres des décédés en l'absence d'un représentant du fisc (loi du 19 avril 1918) ou de la présomption de possession par le défunt ayant encaissé des coupons récemment, augmentent certes le coût d'opportunité de la fraude, mais sans l'empêcher véritablement. Il faut là aussi attendre l'immédiat avant-guerre pour voir la fraude réellement combattue.

[21] Pour lutter contre cette fraude, le décret-loi du 16 juillet 1935 impose la mise au nominatif de cette rente, obligation qui est supprimée le 12 novembre 1938 après l'instauration du relevé de coupons.

[22] Encore ce progrès n'empêche-t-il pas toute fraude. Il suffit en effet au détenteur de titres au porteur de faire encaisser ses coupons par un ami non imposable à l'IGR. On peut cependant penser que seuls les petits porteurs peuvent échapper de cette manière au fisc. Les plus gros

Là encore, l'information disponible est très limitée, de sorte que nous ne pouvons que supposer que la fraude représente une part constante des revenus durant tout l'entre-deux-guerres[23]. Cependant, il convient de noter que si l'augmentation de la fiscalité incite à la fraude, celle-ci n'a aucune raison d'affecter différemment les actions et les obligations.

Même s'ils sont séparés lors de leur perception, l'IRVM et l'IGR sont la partie cédulaire et la partie générale d'un impôt sur le revenu des particuliers, et peuvent être réunis en un indicateur unique. Pour mesurer la discrimination que subissent les dividendes par rapport aux bénéfices retenus, on notera π le coût d'opportunité de retenir les profits en termes de dividendes payés nets de tous impôts (sur les bénéfices et sur les revenus des particuliers) ; π est donc le revenu disponible supplémentaire dont dispose un actionnaire si une unité de profit supplémentaire est distribuée au lieu d'être retenue. Si π est inférieur à 1, les dividendes sont davantage imposés que les profits retenus. Naturellement, π est différent selon les actionnaires dès lors qu'existe un impôt progressif sur le revenu. Soit p le revenu disponible brut (avant impôt sur le revenu) dont dispose un actionnaire si une unité de profit retenu supplémentaire est distribuée ; p est indépendant des individus et on a : $\pi = (1 - m) p$, où m est le taux marginal d'imposition sur le revenu. Si v est le taux de l'IRVM et g le taux marginal de l'IGR, on a :

$1 - m = (1 - v) (1 - g)$

Les bénéfices retenus ne sont pas imposés spécifiquement, de sorte qu'en général $p = 1$. Cependant, une exception est faite lors du Front populaire : de 1936 à 1940, les bénéfices retenus sont imposés plus sévèrement que les bénéfices distribués[24].

---

porteurs peuvent en revanche faire présenter leurs coupons à l'encaissement à l'étranger. Cette loi est donc complétée dans les années suivantes par des lois encore plus hostiles aux titres au porteur (loi du 28 février 1941 et surtout loi du 18 juin 1941 créant la Caisse centrale de dépôt et de virement de titres (CCDVT)).

[23] Les revenus des titres n'étant pas séparés des autres revenus dans les statistiques publiées sur l'IGR, il est difficile d'évaluer la fraude par comparaison des impôts payés et des revenus distribués par les sociétés.

[24] Les bénéfices mis en réserves non obligatoires sont imposés à un taux de 4% (en plus de l'impôt ordinaire sur les BIC) par la loi du 31 décembre 1936, taux porté à 4,32% à partir de 1938. De manière à atteindre en quelque sorte rétroactivement les bénéfices retenus des années précédentes, la même loi impose un prélèvement exceptionnel de 2% sur toutes les réserves figurant au bilan de 1935 (après un abattement à la base de 5 millions de francs). La raison invoquée pour justifier cette discrimination est l'inégalité entre gros et petits actionnaires qu'entraîne la rétention des bénéfices, du fait que les petits actionnaires auraient seuls un réel besoin de dividende plutôt que de plus-value (*cf.* chapitre 5).

Enfin, les intérêts payés par les sociétés sont imposables à un taux théoriquement identique à celui qui frappe les dividendes, mais en réalité légèrement inférieur du fait que les entreprises sont autorisées à assumer dans ce cas la charge de l'IRVM (qui est prélevé à la source et identique pour tous les individus), ce qui est interdit pour les actions. Il en résulte l'équivalent d'un transfert non imposé des entreprises aux obligataires équivalent à la charge de l'impôt sur le montant de l'impôt ainsi évité. Plus précisément, si l'impôt est en droit (et en réalité sur les actions) d'un taux v, le taux v' frappant en fait les intérêts est égal à : $v' = v / (1 + v) < v$

Le taux de l'impôt sur le revenu frappant les intérêts est donc égal à :

$m'' = 1 - [1 - v/(1 + v)]\ (1 - g)$

Au total, les modifications d'assiette et l'augmentation de la lutte contre la fraude ont probablement renforcé la hausse de l'impôt sur le revenu par rapport à celle de son taux apparent. Jusqu'à l'instauration du bordereau de coupons, cet effet est probablement faible. Cependant, du fait que la fraude ne touche que l'IGR, la forte baisse du niveau de celui-ci sous Poincaré est assez largement compensée par l'augmentation concomitante de l'IRVM (même si un effet redistributif vers les gros portefeuilles est certainement maintenu).

I. B. 2. L'imposition des revenus mobiliers des sociétés

Quand l'actionnaire est une société, la double imposition de tous les bénéfices distribués est de règle jusqu'à la loi du 25 juillet 1920 créant le régime des sociétés mères. À partir de cette date, si la société actionnaire se trouve vis-à-vis de la société distributrice dans la relation de société-mère à filiale, elle peut distribuer des dividendes non imposables à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières à hauteur des dividendes reçus de sa filiale. En outre, ces derniers ne sont pas imposables à l'impôt sur les bénéfices, sauf, à partir de 1925, une "quote part de frais et charges" destinée à tenir compte du fait qu'une part des frais généraux déduits du bénéfice imposable de la société-mère sont destinés à lui procurer le revenu de sa filiale[25].

Pour obtenir le régime fiscal de société-mère, une entreprise doit selon la loi de 1920 posséder les titres de sa filiale nominativement sans interruption

[25] La quote part de frais et charges est fréquemment modifiée après sa création par la loi du 13 juillet 1925. Elle est à l'origine égale à la part des revenus mobiliers en provenance des filiales dans l'ensemble des revenus bruts de l'entreprise (*i.e.* dans son chiffre d'affaire). A partir de 1935, elle est évaluée forfaitairement à 5% des revenus mobiliers versés par les filiales, taux porté à 10% en 1937. On notera par ailleurs que la loi de 1920 dispense du droit de conversion au porteur les titres détenus selon le régime des sociétés mères.

depuis leur acquisition, qui doit en outre résulter d'apports en nature. Il apparaît clairement que seuls les liens durables entre sociétés sont ainsi favorisés[26]. Sachant que les fusions sont longtemps lourdement frappées fiscalement[27], on comprend la multiplication des participations durables entre sociétés dans les années 1920 (*cf.* chapitre 7). En revanche, aucun avantage fiscal n'existe pour les sociétés par rapport aux particuliers lors d'émissions de titres en numéraire, ce qui décourage la constitution de sociétés de portefeuille ou de fonds d'investissement, qui connaissent à la même époque un grand succès dans les pays anglo-saxons (J. J. Van Helten & Y. Cassis, 1990). De ce fait, nous pouvons ci-dessous négliger de considérer la question des régimes de société-mère dans l'étude des coûts comparés des différentes sources de financement des sociétés.

I. C. Les droits d'enregistrement

I. C. 1. Les droits spécifiques sur les valeurs mobilières

Il faut ajouter à ces impôts les droits d'enregistrement qui frappent les modifications du capital de l'entreprise et les émissions de titres. Ces impôts frappent en général le capital, et permettent donc dans certains cas de toucher les plus-values réalisées par des titres, plus-values qui ne sont pas imposées séparément[28]. L'impôt du timbre, créé par la Révolution, frappe toute émission

---

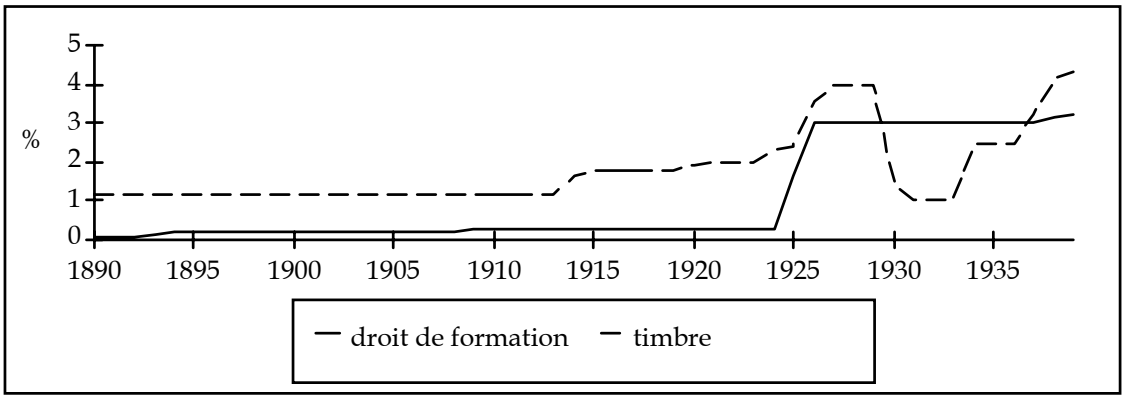
[26] La loi du 31 décembre 1936 apporte deux restrictions supplémentaires à l'exonération des sociétés-mères : les obligations en sont exclues, et surtout, les actions possédées doivent désormais représenter une participation minimale de 50% du capital de la filiale, souscrite à l'émission et détenue sans interruption ; en outre les dividendes de la filiale doivent être redistribués dans la même année et les remboursements de capital ne sont pas exonérés.

[27] Le régime d'imposition des fusions s'inspira longtemps de la conception juridique selon laquelle une telle opération équivalait soit à la liquidation d'une société et à l'apport de ses actifs à une autre (cas de l'absorption), soit à la liquidation de deux sociétés et à l'apport de leurs actifs à une société nouvelle (cas de la fusion *stricto sensu*). Cette conception entraînait la perception d'impôts élevés qui freinaient les restructurations industrielles. Avant la loi essentielle du 12 août 1942, ce régime est légèrement amélioré par la loi du 13 juillet 1925 qui maintient au taux de 1% le droit d'apport sur la formation de la société issue de la fusion, quand ce droit passe pour les formations ordinaires de société à 2,5%. Surtout, la loi du 19 mars 1928 rend ce type d'opération économiquement envisageable en repoussant à la liquidation de la société résultant de la fusion (ou de l'absorbante) le paiement de l'IRVM et de l'IGR sur les plus-values résultant de la fusion. Dès cette date, les fusions ne sont plus soumises qu'aux droits d'apport et à l'impôt sur les BIC pour les plus-values dégagées au bilan au titre d'apports purs et simples. Ce régime, qui unifie également les traitements fiscaux des fusions et des absorptions, est cependant créé à titre provisoire, de sorte qu'il dépend jusqu'à 1942 d'un renouvellement annuel.

[28] Un débat se prolongea pendant tout l'entre-deux-guerres sur le caractère imposable des distributions aux actionnaires de sommes ne provenant pas de bénéfices (en particulier des primes d'émission réalisées lors d'augmentations de capital). L'administration, qui soutenait

de valeurs mobilières d'un droit proportionnel sur son montant nominal[29]. Les sociétés doivent en outre acquitter des droits d'enregistrement à toutes les étapes de leur existence. Un droit d'apport est ainsi exigé sur le capital nominal d'une société lors de sa formation et sur le montant des augmentations de capital. Bien que le timbre soit payé par la quasi-totalité des sociétés par la procédure de l'abonnement annuel, il doit, comme le droit d'enregistrement, être considéré comme un coût d'émission du même type que le prélèvement de la banque organisatrice de l'émission. L'évolution de ces impôts est présentée au graphique 4.3.

Graphique 4.3 : taux des principaux droits d'enregistrement



Légende : droit de formation sur le capital nominal des sociétés ; timbre (droit total). Les chiffres sont fournis à l'annexe 4.1.

Une deuxième catégorie de droits d'enregistrement est constituée par ceux qui dépendent de l'action du propriétaire des titres, à savoir les droits sur les conversions (entre les formes au porteur et nominative)[30] et sur les transmissions, et l'impôt sur les opérations de Bourse. Ces droits, ajoutés aux courtages, représentent un frein important aux opérations sur valeurs mobilières et sont donc susceptibles d'encourager indirectement l'autofinancement (graphique 4.4).

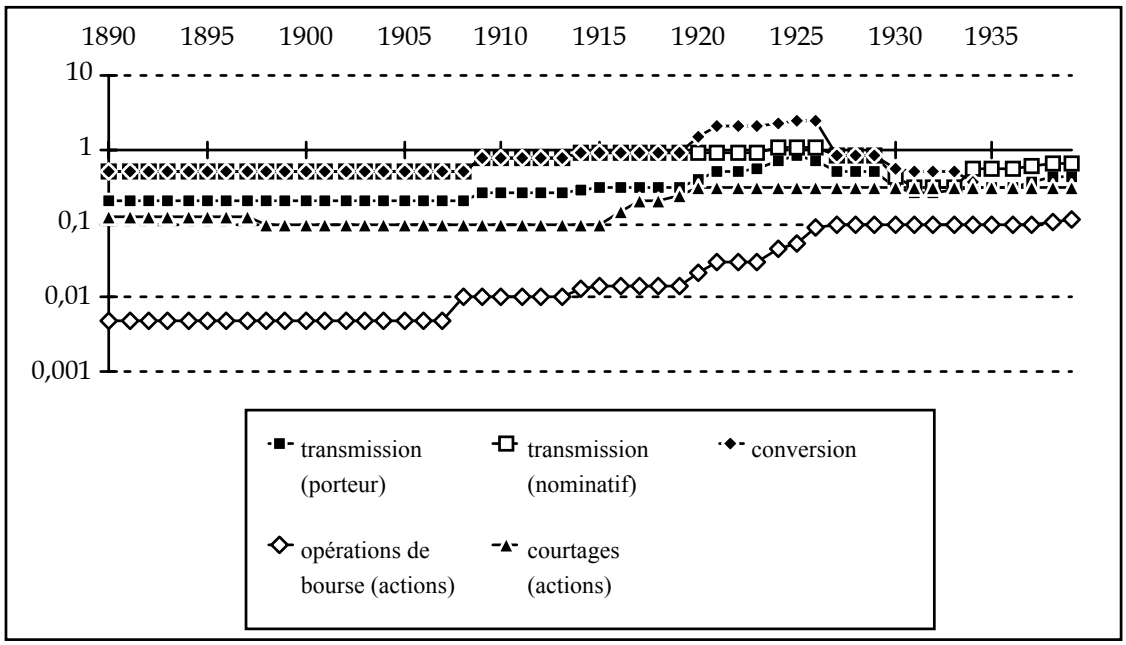
---

l'imposition (sauf aux apporteurs eux-mêmes, pour lesquels il s'agit d'un remboursement de capital) l'emporta finalement par la loi du 31 décembre 1936 ; mais il est difficile de savoir quelle fut la pratique en ce domaine avant cette loi.

[29] A partir de la loi du 13 juillet 1925, ce droit s'applique également aux primes d'émission obtenues lors d'augmentations de capital. Il en est de même du droit d'apport cité ci-dessous. En revanche, une société est exonérée du droit de timbre après deux années d'improductivité. Cette exonération est étendue au droit annuel de transmission sur les titres au porteur (*cf. infra*) en 1941.

[30] Institué dans les années 1850 comme le droit de transmission, le droit de conversion porte sur le cours du titre lors de la conversion. Supprimé par la loi du 11 juillet 1934, le droit de conversion est rétabli par la loi du 3 février 1943 avant de disparaître fin 1945 avec le droit de transmission.

Graphique 4.4 : droits d'enregistrement pesant sur les transactions



Légende : taux des impôts en pourcentages (échelle logarithmique). On y a ajouté le courtage prélevé par les agents de change sur les transactions sur actions au comptant. Les chiffres sont fournis en annexe 4.1.

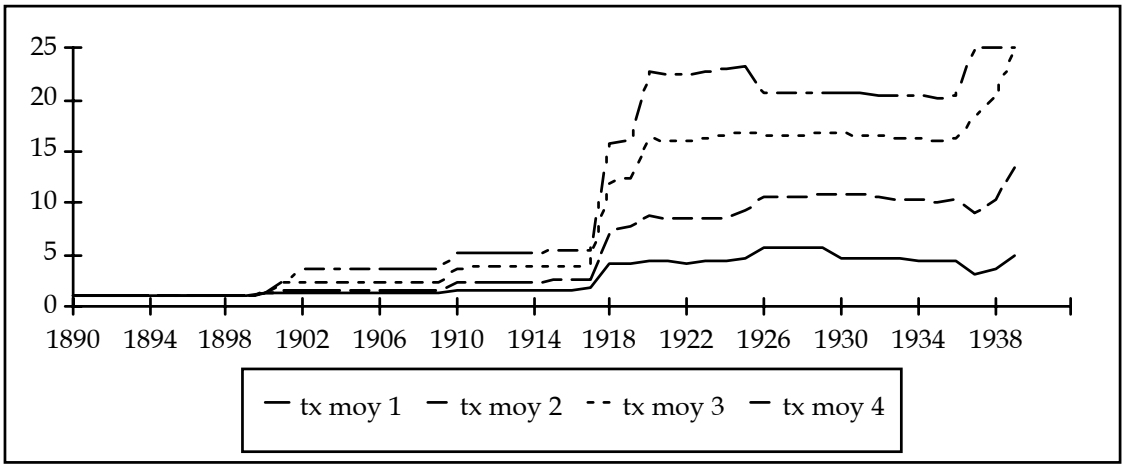
Parmi eux, le droit de transmission constitue un cas particulier : les cessions de valeurs au porteur (de loin les plus nombreuses) n'ayant pas à être déclarées, le droit de transmission était, pour elles, prélevé sous forme d'une taxe forfaitaire annuelle portant sur le cours moyen de l'année précédente et payée par l'entreprise (à charge pour elle de la récupérer par retenue sur le dividende ou sur l'intérêt). Le droit de transmission devient ainsi l'équivalent d'un impôt sur le capital.

I. C. 2. L'impôt sur les mutations à titre gratuit

Enfin, l'impôt sur les mutations à titre gratuit est également un droit d'enregistrement qui frappe l'ensemble du patrimoine des particuliers. Son mode de perception et son taux ont beaucoup varié. Les donations ont été longtemps passibles d'un simple droit proportionnel (fonction de la situation familiale et du degré de parenté), tandis que les droits de succession étaient progressifs depuis 1901. Leur assimilation fut prononcée par la loi du 14 mars 1942, qui imposa également la prise en compte des donations antérieures lors de l'ouverture d'une succession[31] (graphique 4.5).

[31] Le taux des donations était cependant assez élevé pour que seules les successions passibles des tranches élevées de l'impôt bénéficiassent fortement d'une donation anticipée, surtout si l'on tient compte de la valeur actualisée de l'avancement de la date de paiement des droits.

Graphique 4.5 : évolution des droits de succession



Légende : taux moyens des droits de succession en ligne directe (famille de deux enfants) pour des patrimoines (en francs 1920) de 100.000 francs (cas 1), 1 million (2), 10 millions (3) et 100 millions (4). Des détails sur la construction sont fournis avec les chiffres à l'annexe 4.1.

Une difficulté se présente lorsqu'on veut évaluer l'effet de l'imposition des successions sur les comportements financiers des individus : cet impôt n'est pas payable immédiatement, de sorte qu'il faut actualiser le coût que représente cet impôt de manière à le comparer à d'autres éléments du système fiscal. Pour calculer le taux actuel d'impôt sur le capital t_a équivalent au taux t_s des droits de succession, un certain nombre d'hypothèses sont nécessaires, qui sont détaillées à l'annexe 4.2.

Le tableau 4.2 fournit un exemple, pour un taux d'imposition marginal de 10% (celui qui est prélevé vers 1920 sur une bonne fortune bourgeoise, *cf.* graphique 4.5), des taux actuels équivalents envisageables.

Tableau 4.2 : estimation des taux actuels équivalents à un taux d'imposition de 10%

n \ r	3	4	5	6	7
10	7,74	7,22	6,77	6,39	6,05
15	6,96	6,34	5,83	5,41	5,05
20	6,32	5,65	5,12	4,69	4,33
25	5,79	5,10	4,57	4,14	3,79

Légende : les taux d'imposition actuels t_a sont calculés en fonction des taux nominaux t_s selon la formule :
$t_a = t_s\ k\ (1+r)/(k+r)$, avec $k = 1/(n+1)$, où n est l'écart entre générations (en années) et r le taux d'intérêt (en %).

I. C. 3. Synthèse

Au total, l'ensemble des droits d'enregistrement peut se ramener à :

- un impôt sur la valeur effective des titres détenus (droit de transmission + impôt sur les successions t_a) noté ci-dessous z, qui frappe à la fois actions et obligations ;

- un coût d'émission (timbre + droit de formation), noté x, sur les actions ;

- un coût d'émission (timbre seul), noté y, frappant les obligations.

Jusqu'à 1925, x est prélevé sur la seule valeur nominale des augmentations de capital, puis il l'est sur leur valeur effective.

Qu'il s'agisse des droits d'enregistrement ou des impôts frappant les bénéfices et les revenus du capital, la fiscalité s'est fortement alourdie durant notre période, en particulier entre 1913 et 1926. Cet alourdissement touche tous les moyens de financement. C'est pour examiner en détail les conséquences des transformations fiscales sur leur hiérarchie que nous devons construire un modèle synthétisant les éléments disparates réunis ci-dessus.

II. MODÈLE D'ESTIMATION DES EFFETS DU SYSTÈME FISCAL

La théorie néoclassique montre qu'en l'absence d'incertitude et de conflits entre actionnaires, créanciers et gestionnaires, la meilleure politique d'une entreprise consiste à maximiser la valeur de ses actions. Depuis Modigliani et Miller (1958), on sait que ses choix de financement n'ont pas d'effet sur sa valeur sauf en présence d'impositions inégales des différents moyens de financement qu'elle utilise. En revanche, si la fiscalité privilégie un moyen de financement, l'entreprise doit l'utiliser plus que les autres. On cherche ici à synthétiser les effets des différents impôts décrits ci-dessus en quelques indicateurs simples des différences d'imposition entre les moyens de financement.

On suppose pour ce faire l'absence d'incertitude[32], un marché des capitaux parfait (c'est-à-dire où toute individu peut prêter ou emprunter à l'infini au taux d'intérêt de marché, et où les coûts de transaction sont nuls), et l'uniformité des taux d'imposition des différents individus (sur ce dernier point cependant, *cf.* l'annexe 4.4).

[32] En présence d'incertitude, il n'est pas évident que la maximisation de la valeur des actions ait un sens précis (Cobbaut, 1987).

Dans un tel cadre, l'équilibre implique que les rendements nets d'impôt obtenus des différents placements possibles soient égaux. Soit V(t) la valeur de marché d'une action d'une entreprise à la période t, et d(t) le dividende net de tous impôts reçu par l'actionnaire en fin de période t. Les gains en capital durant la période t valent V(t+1) - V(t). Soit z l'impôt sur le capital égal à la somme du droit annuel de transmission des titres au porteur et de la valeur annualisée de l'impôt sur les successions ; z frappe à la fois actions et obligations. Soit m" le taux marginal de l'impôt sur le revenu des obligations et r le taux d'intérêt du marché. La condition d'équilibre s'écrit :

$$[(1 - m") r - z] V(t) = d(t) + (1 - z) V(t+1) - V(t)$$

soit

$$(1-m") r V(t) = d(t) + (1 - z) [V(t + 1) - V(t)] \quad (1)$$

de sorte que z équivaut en fait à un impôt sur les plus-values qui serait prélevé non sur leur réalisation mais sur leur formation (ce qui est d'ailleurs plus satisfaisant d'un point de vue théorique).

Nous considérons une période de définition de l'impôt et de prise des décisions de financement d'un an. Cette durée semble convenable : nous avons ramené à des taux annuels les impôts qui étaient prélevés lors d'occasions particulières ; les modifications fiscales sont rarement effectuées à une fréquence plus qu'annuelle[33] ; enfin, la fréquence annuelle correspond à la prise des décisions des entreprises en matière de répartition des bénéfices et de décision des opérations financières (qui doivent en général être autorisées par l'Assemblée générale). Nous supposons donc que les décisions de financement des entreprises sont réalisées une fois par an en fonction des conditions alors prévalantes[34].

[33] Certains impôts sur le capital sont payés en raison d'une opération dont la fréquence dépend d'un choix de l'individu (conversion et transmission des titres nominatifs). Nous pourrons les négliger en considération de l'importance très prépondérante des titres au porteur.

[34] Il serait naturellement souhaitable d'introduire les changements anticipés de la fiscalité. Il semble cependant que cela soit inutile car toute anticipation à long terme est presque impossible après 1914 du fait de la fréquence des changements, et de l'imprévisibilité de leur intensité comme de leur direction.

Encadré 4.1 : les notations utilisées

- □ : taux d'imposition des bénéfices non distribués.
- □ : coût d'opportunité de la rétention des bénéfices, en termes de dividendes payés nets de tous impôts (sur les bénéfices et sur les revenus des particuliers).
- **p** : revenu disponible brut (avant impôt sur le revenu) dont dispose un actionnaire si une unité de bénéfice retenu supplémentaire est distribuée (p est indépendant des personnes).
- **v** : taux de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières (IRVM), prélevé à la source sur les dividendes.
- **g** : taux marginal de l'impôt général sur le revenu payé par un particulier donné.
- **m** : taux marginal d'imposition sur le revenu d'un particulier donné ;
  $(1 - m = (1 - v)(1 - g))$.
- **m"** : taux de l'impôt sur le revenu frappant les intérêts.
  $m'' = 1 - [1 - v/(1 + v)] (1 - g)$,
  avec $v' = v / (1 + v)$.
- $\mathbf{t_s}$: taux marginal des droits de succession payés par un particulier donné.
- $\mathbf{t_a}$: taux actuel d'impôt sur le capital équivalent au taux t_s des droits de succession ; $t_a = t_s\, k\, (1+r)/(k+r)$.
- **z** : impôt sur la valeur effective des titres détenus (z = droit de transmission + t_a).
- **x** : coût d'émission des actions (timbre + droit de formation).
- **y** : coût d'émission des obligations (timbre seul).
- **V(t)** : valeur de marché d'une action d'une entreprise à la période t.
- **d(t)** : dividende (net de tous impôts) reçu par l'actionnaire en fin de période t.
- Dans $V_2(1)$, $d_2(0)$, l'indice indique la politique concernée, le chiffre entre parenthèses la période.
- **r** le taux d'intérêt du marché.
- □**N** : nombre d'actions nouvelles émises durant une période.
- **ß** = 1- ∂.
- **x'** : avant 1925, $x' = \mu\, x$, avec $\boldsymbol{\mu} = P_n / P_e$, où $\mathbf{P_n}$ est le prix nominal et $\mathbf{P_e}$ le prix de vente effectif des actions vendues lors de l'augmentation de capital en numéraire. Après 1925, x' = x.
- **m'** : impôt sur le revenu payé par l'incorporation des réserves au capital.

Les exposés de théorie financière comparent souvent l'endettement et l'augmentation de capital seulement. Si l'on y ajoute l'autofinancement, on doit comparer deux à deux les trois moyens de financement. Cette comparaison est effectuée dans le modèle suivant (inspiré de King, 1977), où on suppose donnée la politique d'investissement de l'entreprise de manière à comparer entre eux les moyens de la financer. Dans chaque comparaison, on suppose le dernier moyen de financement inchangé.

II. A. Autofinancement *vs* augmentation de capital

II. A. 1. Cas général

On veut choisir entre deux politiques (indicées ci-dessous par 1 et 2) ;

1°) la politique d'autofinancement consiste à retenir les profits et à maintenir le nombre d'actions à N ;

2°) la politique de financement externe par augmentation de capital consiste à émettre un nombre ΔN d'actions nouvelles au prix $V_2(1)$ et à augmenter le dividende par action de $d_1(0)$ à $d_2(0)$, sachant que $d_2(0)$ est le dividende versé en période 0 dans la politique 2. On suppose que les actions nouvelles sont émises à la fin de la période 0 nettes du dividende de cette période au prix de marché du début de la période suivante.

Dans les deux politiques, l'endettement est inchangé.

Comme les deux politiques doivent être équivalentes à l'équilibre, le montant obtenu par l'augmentation de capital doit être égal à la différence entre les dividendes nets et les impôts entraînés par les deux politiques. D'où :

$$(1 - ß\, x')\, \Delta N\, V_2(1) = [d_2(0) - d_1(0)]\, N/\pi \qquad (2)$$

où $ß = 1- \partial$ permet de tenir compte de la déductibilité des impôts d'enregistrement à l'impôt sur les bénéfices ∂

Deux cas se présentent : avant 1925, $x' = \mu\, x$ et après 1925, $x' = x$, avec $\mu = P_n / P_e$, où P_n est le prix nominal et P_e le prix de vente effectif des actions vendues lors de l'augmentation de capital en numéraire ; ceci de manière à tenir compte du fait qu'avant 1925 la taxe x n'est prélevée que sur le montant nominal de l'augmentation de capital.

Enfin, le terme de droite correspond à la somme du dividende net supplémentaire versé dans la politique 2 par rapport à la politique 1 et de l'impôt sur le revenu correspondant.

La valeur totale de l'entreprise en période 1 est la même pour les deux politiques (puisque l'investissement est le même et qu'aucune autre méthode de financement n'est modifiée). D'où :

$$V_1(1)\, N = V_2(1)\, (N + \Delta N) \qquad (3)$$

D'où on tire :

$$V_2(0) - V_1(0) = \frac{\Delta N}{N}\, V_2(1)\, \frac{(1 - ß\, x')\, \pi + z - 1}{[1 - z + (1 - m'')\, r]} \qquad (4)$$

Si cette différence est positive, la seconde politique de financement est meilleure, tandis que la première l'est si elle est négative. Comme ΔN, N, $V_2(1)$ et le dénominateur sont positifs, il est rentable d'émettre de nouvelles actions quand $(1 - ß\, x')\, \pi + z > 1$. S'il est possible de racheter des actions, il convient de le faire si $(1 - ß\, x')\, \pi + z < 1$.

Dans le premier cas, l'impôt sur la plus-value qui résulterait de la rétention des bénéfices est supérieur à l'impôt entraîné par le paiement en dividende du même montant. À la limite, l'entreprise pourrait émettre massivement des actions pour payer des dividendes. En réalité, la loi interdit des dividendes supérieurs aux bénéfices augmentés des réserves (principe de préservation du capital versé).

Dans le second cas, permettre aux actionnaires de réaliser des plus-values grâce à la rétention des bénéfices est préférable pour eux à des distributions de dividendes. Cette fois, l'entreprise devrait utiliser ses profits retenus à racheter des actions au lieu de payer des dividendes (la valeur totale de l'entreprise est divisée en un plus petit nombre d'actions, d'où les gains en capital). Durant notre période, le rachat d'actions n'est pas interdit, mais il semble que les conseils d'administration ne l'envisagent que quand les cours des actions sont inférieurs au pair. Le remboursement des actions est possible, mais il ne supprime pas le paiement du dividende supplémentaire, donc n'a pas d'intérêt ici.

II. A. 2. Prise en compte de la modification du capital social

On n'a pas tenu compte ci-dessus de l'utilité possible (en termes de sécurité offerte aux créanciers comme aux fournisseurs, et de prestige de la société) de la modification du capital social de la société, indépendamment de celle de ses fonds propres. Si le capital social a l'importance qu'on lui accorde en général à l'époque, il faut que l'augmentation des réserves qui correspond au passif aux investissements autofinancés, soit suivie de leur incorporation au capital. Cette correction s'avère importante car l'incorporation de réserves au

capital est imposable, à la fois aux droits d'apport et de formation (x) et à l'impôt sur le revenu (à l'IRVM seul jusqu'à 1933, *cf. supra*).

Plus précisément, pour que le capital nominal de l'entreprise soit le même dans les deux politiques en fin de période, une augmentation de capital par incorporation de réserves doit être effectuée dans la première politique, à hauteur de $\Delta N\ V_2(1)$ si l'augmentation de capital de la seconde politique a été réalisée sans prime. Au cas où une prime serait incluse dans le prix d'émission des actions créées dans la politique 2, il conviendrait de modifier proportionnellement le montant de l'incorporation de réserves.

Une telle correction tend à supprimer l'influence des droits d'enregistrement, qui sont désormais prélevés dans les deux politiques. On doit cependant tenir compte des différentes bases de ces impôts dans les deux politiques (augmentation de capital en numéraire ou par incorporation de réserves). En effet, on a vu que si avant 1925 la taxe x n'est prélevée que sur le montant nominal de l'augmentation de capital (qui est égal au montant de l'incorporation de réserves), elle frappe après cette date l'ensemble de l'augmentation de capital (prime incluse), ce qui introduit une asymétrie en faveur de l'autofinancement. Pour l'incorporation de réserves, les impôts du timbre et d'apport s'élèvent en revanche toujours à μx. De même, l'impôt sur le revenu est exigible sur le montant de l'incorporation de réserves au capital, soit $\mu\ \Delta N\ V_2(1)$.

Au total, l'équation (2) se transforme en :

$$(1 - ß\ x')\ \Delta N\ V_2(1) = [d_2(0) - d_1(0)]\ N/\pi - (ß\ x + m')\ \mu\ \Delta N\ V_2(1) \quad (2')$$

où m' est l'impôt sur le revenu payé par l'incorporation des réserves au capital.

D'où on déduit :

$$V_2(0) - V_1(0) = \frac{\Delta N}{N}\ V_2(1)\ \frac{[1 - ß\ (x' - \mu\ x) + \mu\ m']\ \pi + z - 1}{[1 - z + (1 - m'')\ r]} \quad (4')$$

De sorte que désormais il est rentable d'émettre des actions si :

$$[1 - ß\ (x' - \mu\ x) + \mu\ m']\ \pi + z > 1 \quad (4'')$$

ce qui équivaut avant 1925 (quand $x' = \mu\ x$) à : $[1 + \mu\ m']\ \pi + z > 1$

et après à : $[1 - ß\ x\ (1 - \mu) + \mu\ m']\ \pi + z > 1$

et se simplifie quand l'émission d'action est réalisée au pair en :

$$(1 + m')\ \pi + z > 1 \quad (4''')$$

Dans quelle mesure cette simplification est-elle légitime ? Cela semble le cas en ce qui concerne l'impôt x, dans la mesure où l'ordre de grandeur de $ß\ x\ (1 - \mu)$ est faible. Cependant, sur la période 1925-1936 (le problème ne se pose pas avant 1925) les primes d'émission obtenues lors des émissions du

secteur bancaire (où elles sont très importantes) dépassent plusieurs fois 100% du montant nominal des émissions ; la valeur de ß x (1 - μ) atteint alors un maximum de 3,44%, ce que l'on ne peut considérer comme négligeable par rapport à 1. Dans le cas de l'impôt sur le revenu, la simplification est *a fortiori* exclue puisque les taux d'imposition concernés sont beaucoup plus élevés.

On considérera donc que la condition nécessaire pour le choix de la seconde politique (l'émission d'action) est représentée par l'équation (4") ci-dessous. Cependant, selon l'importance de l'effet psychologique du capital nominal (c'est-à-dire en réalité selon le délai entre la croissance des réserves et leur incorporation au capital), le choix entre autofinancement et émissions d'actions variera entre les deux formulations extrêmes (4) et (4"), la première marquant l'avantage maximal de l'autofinancement et la seconde celui de l'augmentation de capital en numéraire. On peut penser que la validité de l'une ou l'autre formulation varie en particulier avec l'inflation, puisque celle-ci tend naturellement à faire augmenter la valeur d'une société plus rapidement que son capital social[35].

II. A. 3. Prise en compte des coûts de transactions sur les émissions

Enfin, les coûts liés à l'organisation proprement dite de l'émission (publicité et commissions de garantie des banques) frappent l'augmentation de capital en numéraire et non l'incorporation de réserves. L'information sur ces coûts est très limitée, mais on ne peut les considérer comme négligeables. Vers 1950, sur l'efficace marché de Londres, ils variaient entre 1,33 et 10,24% du montant d'une émission en fonction de son importance (du fait de nombreux coûts fixes) (King, 1977, p. 106). Durant notre période, Cauboue (1942, p. 195) évalue les commissions bancaires entre 5 et 12% (incluant, semble-t-il, les coûts de publicité) pour des introductions de sociétés nouvelles de taille importante (supérieures à 10 millions de francs). Pour de simples augmentations de capital, la commission de garantie (fournie par un syndicat bancaire) est de l'ordre de 3 à 5% (p. 212) ; il faut y ajouter la commission de la banque dirigeant l'opération et les dépenses de publicité, soit des coûts totaux de 4 à 10%.

Si on tient compte de ces coûts, notés f, (4") et (4"') deviennent :

$[1 - ß (x' - \mu x + f) + \mu m'] \pi + z > 1$

$(1 + m' + ß f) \pi + z > 1$

[35] Il faudrait cependant tenir compte ici de ce que l'augmentation de la valeur de la société n'apparaît pas nécessairement au bilan, de sorte que l'impôt sur les bénéfices est lui-même évité alors dans bien des cas.

ce qui diminue la probabilité d'une émission d'actions.

II. B. Endettement *vs* augmentation de capital

L'entreprise a le choix entre :

1°) émettre ΔN_1 actions nouvelles au prix $V_1(1)$;

2°) emprunter un montant $\Delta N_1\ V_1(1)$ en période 0 et le rembourser en période 1. Ce remboursement ne peut être réalisé qu'en émettant de nouvelles actions ΔN_2 du fait que l'autofinancement est supposé identique dans les deux politiques.

On négligera la différence de second ordre entre les impôts x dus sur les augmentations de capital liées aux deux politiques, différence qui résulterait de ratios μ inégaux pour les deux périodes ; on négligera également les différences de coût d'émission entre actions et obligations autres que x et y, sur lesquelles nous n'avons pas d'autre information que la certitude de leur importance plus grande dans le cas des actions.

L'égalité des rétentions en première période implique que les dividendes de première période d(0) sont identiques, ce qui avec (1) donne :

$$V_2(0) - V_1(0) = (1/a)\,[V_2(1) - V_1(1)] \qquad (5)$$

où $a = 1 + \dfrac{(1 - m'')\ r}{(1 - z)}$

Le montant de l'augmentation de capital nécessaire à la deuxième période de la politique 2 pour rembourser le principal de l'emprunt et laisser l'entreprise dans la même situation que la première politique est :

$$\Delta N_2\, V_2(2) = \Delta N_1\, V_1(1) \qquad (6)$$

La différence entre les deux politiques en termes de dividende total et d'impôts payés est égale aux paiements d'intérêts de la politique 2 en fin de période 1, ce qui peut s'écrire :

$$(N + \Delta N_1)\ (d_1(1)/\pi) + ß\ x'\ \Delta N_1\, V_1(1)$$
$$= N\ (d_2(1)/\pi) + ß\ y\ \Delta N_1 V_1(1) + ß\ r\ \Delta N_1(1) V_1(1) + ß\ x'\ \Delta N_2\, V_2(2) \qquad (7)$$

Après ce remboursement, la valeur de la société est la même dans les deux politiques, donc

$$(N + \Delta N_1)\ V_1(2) = (N + \Delta N_2)\ V_2(2) \qquad (8)$$

De (1), (5), (6), (7) et (8), on tire :

$$V_2(0) - V_1(0) = \frac{r\, V_1(1)\, \Delta N_1}{a^2 (1 - z)\ N} [1 - m'' - \pi\ ß\ (1 + y/r)] \qquad (9)$$

On en déduit que l'augmentation de capital est préférable si :

$$1 - m'' < \pi\ ß\ (1 + y/r) \qquad (10)$$

Dans ce cas en effet, un actionnaire préfère souscrire une augmentation de capital à prêter puisqu'il reçoit π ß $(1 + y/r)$ en dividende et ne perd que $1 - m''$ d'intérêt. Il serait rentable alors d'émettre des actions pour rembourser les dettes, voire de prêter au marché.

En revanche, si $1 - m'' > \pi$ ß $(1 + y/r)$, la meilleure politique est de financer l'investissement par l'endettement et de racheter les actions si possible.

II. C. Endettement *vs* autofinancement

Dans ce dernier cas, l'emprunt est remboursé en période 1 par augmentation des rétentions et donc diminution du dividende. Le montant d'émissions d'actions est le même dans les deux politiques (on le suppose nul pour simplifier). Comme les deux politiques permettent de financer le même investissement, le montant emprunté est égal à $[d_2(0) - d_1(0)]\ N/\pi$, la différence en dividende et impôt entre les deux politiques en période 0.

À la fin de la période 1 on a :

$$\frac{d_1(1)}{\pi} = \frac{d_2(1)}{\pi} + (1 + ß\ y + ß\ r)\ \frac{[d_2(0) - d_1(0)]}{\pi} \qquad (11)$$

Et comme la valeur totale des actions est la même à la fin de la période 1 (l'endettement de la période 0 a été remboursé), $V_2(2) = V_1(2)$; d'où :

$$V_2(0) - V1(0) = \frac{[d_2(0) - d_1(0)]}{a^2 (1 - z)} [a - 1 - ß\ (y + r)\ ] \qquad (12)$$

Comme l'endettement en période 0 permet de payer durant cette période un dividende supérieur à celui de la politique d'autofinancement, on en déduit que l'endettement est la meilleure des deux politiques si :

$(a - 1 - ß\ (y + r) > 0$, c'est-à-dire si :

$$1 - m'' > ß\ (1 - z)\ (1 + y/r) \qquad (13)$$

En effet, en retenant les bénéfices plutôt que de s'endetter, un actionnaire abandonne $(1 - m'')$ d'intérêts nets, dont le coût pour l'entreprise est ß, et réalise à la place un gain en capital de ß $(1 - z)$ $(1 + y/r)$. À la limite, l'entreprise

pourrait s'endetter pour payer des dividendes plus élevés si les dividendes n'étaient pas limités légalement.

Quand $(1 - m'') < ß (1 - z) (1 + y/r)$, la meilleure politique est l'autofinancement et le remboursement des dettes, voire la réalisation de prêts par l'entreprise. Ceci peut être tentant pour les PME dirigées par une famille à fort taux marginal d'imposition du revenu et pour laquelle la taxation à travers l'entreprise (bénéfices + gains en capital) peut sembler une manière d'éviter un fort impôt sur des placements réalisés autrement. Ceci explique la réglementation des comptes courants d'associés qui vise à les limiter aux besoins de l'entreprise.

II. D. Synthèse et premiers résultats

II. D. 1. Les conditions d'un système fiscal neutre

Au total, le financement sera effectué :

- par actions plutôt qu'autofinancement si $(1 - ß x') π > 1 - z$ dans le cas où les réserves ne sont pas incorporées au capital, et dans le cas inverse si $[1 - ß (x' - μ x) + μ m'] π + z > 1$
- par actions plutôt qu'obligations si $1 - m'' < π ß (1 + y/r)$
- par obligations plutôt qu'autofinancement si $1 - m'' > ß (1 - z) (1 + y/r)$

Naturellement, ce système devrait ne représenter que deux équations indépendantes ; ce n'est pas tout à fait le cas du fait des simplifications auxquelles on a procédé dans le traitement des droits d'apport et de formation et du fait de l'adjonction de l'incorporation des réserves au capital dans le premier cas.

On peut déduire de ces équations les conditions auxquelles devrait répondre un système fiscal neutre :

$[1 - ß (x' - μ x) + μ m'] π = 1 - z$

$1 - m'' = π ß (1 + y/r)$

Cette dernière équation peut être écrite indépendamment de l'imposition individuelle :

$$(1 - v^2) p ß (1 + y/r) = 1 \qquad (14)$$

Il y a donc deux raisons pour lesquelles n'existe pas en général de système fiscal neutre dans le cadre que nous avons décrit :

- Fondamentalement, la fiscalité n'a aucune chance d'être neutre si m et donc π sont variables en fonction des personnes imposées, ce qui est le cas

général d'un impôt sur le revenu progressif. Cependant, ceci concerne le choix entre financements interne et externe, non entre actions et obligations (*cf.* équation 14).

- Le taux d'intérêt r est essentiellement variable. Ce qui empêche ici la neutralité est l'existence du timbre sur les obligations, qui, à la différence de celui qui frappe les actions, ne voit pas son effet compensé par celui qui touche les incorporations de réserves liées à l'autofinancement ; cependant, son faible niveau fait que les variations du taux d'intérêt n'ont pas d'effet considérables et ne suffisent pas réellement pour supprimer la neutralité.

II. D. 2. Application empirique : principaux caractères du système fiscal

Pour connaître les principaux effets sur le financement que l'on peut attendre de la fiscalité, il nous suffit d'appliquer les équations ci-dessus aux différents impôts décrits dans la première partie de ce chapitre.

Quelques hypothèses sont encore nécessaires. En effet, le choix entre autofinancement et financement externe (quel qu'il soit) dépend du taux marginal d'IGR payé par les propriétaires de titres. On ne connaît pas précisément la distribution de la détention des titres, même si on sait qu'elle est concentrée dans la population la plus riche, en particulier pour les actions. Nous étudions ci-dessous l'effet de la fiscalité sur le financement sans tenir compte de la distribution effective de la détention de valeurs mobilières dans la population[36]. Pour mesurer la portée de cette hypothèse, nous avons comparé les résultats obtenus pour deux niveaux d'imposition différents.

Les particuliers les plus riches sont certainement les plus susceptibles d'influencer le comportement des entreprises et de calculer les effets de la fiscalité. On prend donc comme premier cas les ménages fortunés payant le taux marginal maximal de l'impôt sur le revenu et le taux marginal de l'impôt sur les successions qui correspond à un patrimoine de l'ordre de 10 millions de francs 1920.

Pour tenir compte de la diffusion de la fortune mobilière durant notre période, et du fait qu'une part non négligeable des nouveaux titres est donc probablement achetée par des particuliers moins fortunés, nous avons examiné

[36] King (1977) utilise des données d'origine fiscale sur la répartition de la détention des valeurs mobilières en fonction des tranches de l'impôt sur le revenu pour construire une moyenne pondérée et une médiane des taux marginaux d'imposition des différentes catégories. Mais en prenant le taux marginal d'imposition des porteurs de titres, il raisonne *ex-post*, en négligeant que la répartition des ménages entre ceux qui finalement sont découragés d'acheter des titres et ceux des différentes catégories imposables, est la conséquence du système fiscal, et ne peut donc être considérée comme exogène au même titre que lui.

d'autre part les effets d'une imposition marginale à l'IGR égale à la moitié de son taux marginal maximal, et d'une succession de l'ordre de 100.000 francs 1920, soit une petite fortune bourgeoise[37].

On a calculé dans les deux hypothèses les deux indicateurs des choix de financement concernés (puisque le choix entre actions et obligations ne l'est pas) :

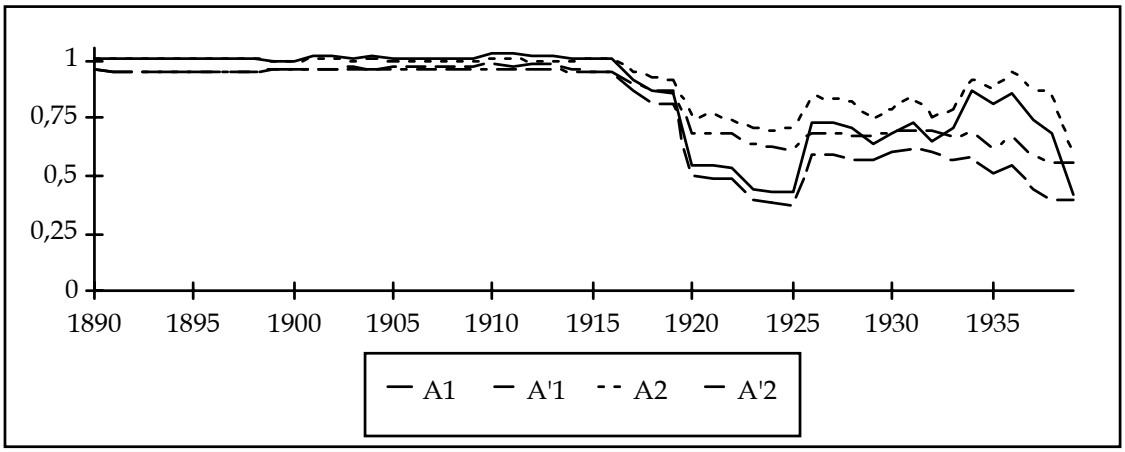
actions vs autofinancement : $A = [1 - ß (x' - \mu x) + \mu m'] \pi / (1 - z)$

ou : $A' = (1 - ß x') \pi / (1 - z)$

autofinancement vs obligations : $C = ß (1 - z) (1 + y/r) / (1 - m'')$

On a pris pour μ ses valeurs pour le secteur bancaire et on a supposé que $\mu = 1$ entre 1937 et 1939 comme en 1936. On prend pour r le rendement moyen net de l'IRVM des obligations cotées[38]. On peut observer les principaux résultats sur les graphiques 4.6 et 4.7.

Graphique 4.6 : indicateur du choix entre autofinancement et augmentation de capital.

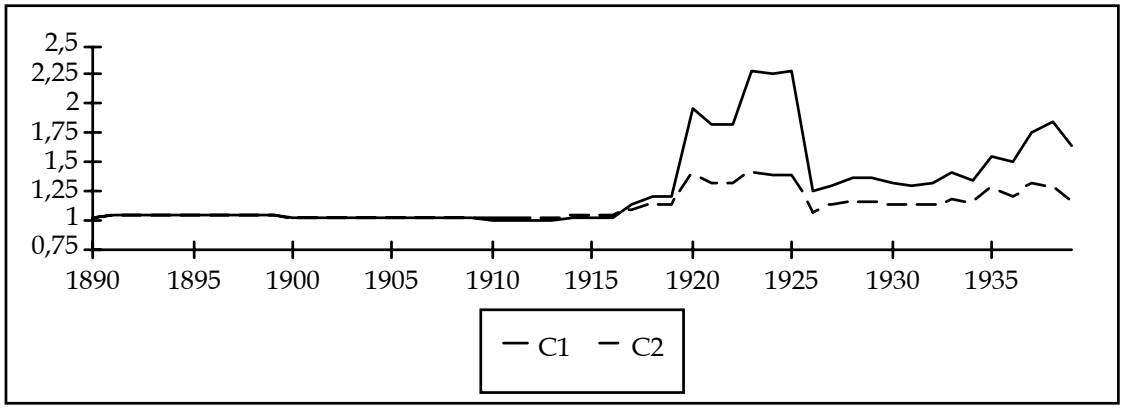


Légende : Les indicateurs A et A' sont calculés comme indiqués dans le texte, en fonction des deux hypothèses décrites sur les revenus et les patrimoines : l'indice 1 correspond au particulier fortuné (tranche maximale de l'IGR et fortune de l'ordre de 10 millions) ; l'indice 2 au moins riche (taux d'IGR égal à la moitié du taux maximal et fortune de l'ordre de 100.000 francs). Les chiffres détaillés sont fournis à l'annexe 4.3.

[37] Ce montant est cependant non négligeable quand on se rappelle que le PNB par habitant est en 1920 d'environ 3500 francs par an.

[38] Plus précisément, on suit avant 1914 le taux de capitalisation des titres français sur le marché de Paris proposée dans M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon (1985, p. 341) et à partir de 1919 les données de la SGF. Pour les années 1914 à 1918, on suit la série TXOB de P. Villa (1993) (qui se poursuit par la série de la SGF).

Graphique 4.7 : indicateur du choix entre autofinancement et endettement.



Légende : cf. graphique 4.6 et annexe 4.3.

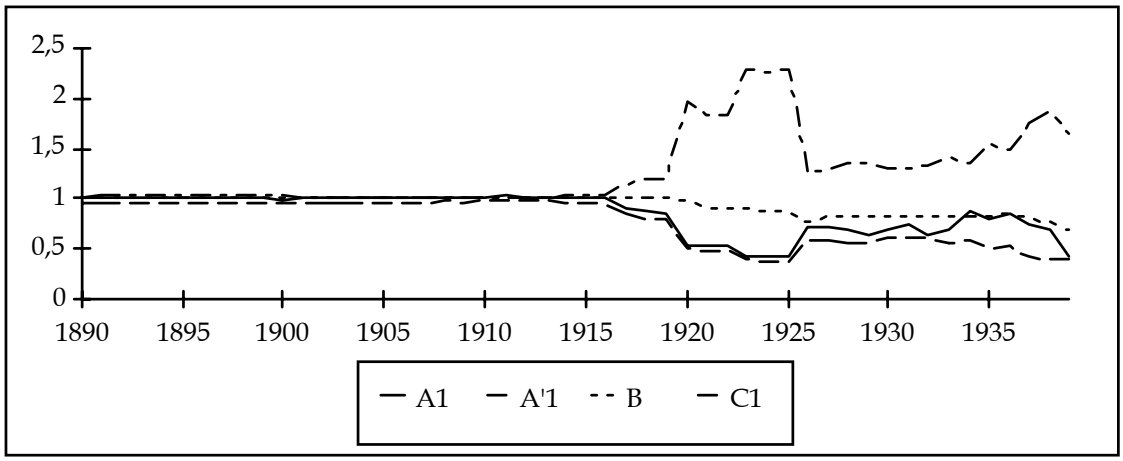
On voit dans les deux cas que plus le taux d'imposition à l'IGR est élevé, plus est importante l'amplitude des fluctuations par rapport à la neutralité (A = C = 1). Cependant, le parallélisme des évolutions et leur situation commune par rapport à la neutralité montrent que les résultats essentiels sont similaires quelles que soient les caractéristiques de la population détentrice de titres (à condition qu'elle paie l'IGR, ce qui est certain).

Les grands traits de l'évolution du système fiscal ne dépendent donc pas de la population détentrice de titres. On peut donc les examiner en ajoutant aux indicateurs précédents celui qui caractérise le choix entre actions et obligations, soit :

$B = \pi\ ß\ (1 + y/r) / (1 - m'')$

Le graphique 4.8 résume son évolution.

Graphique 4.8 : indicateurs des choix de financement



Légende : cf. graphique 4.6 et annexe 4.3.

Les caractéristiques principales du système fiscal sont les suivantes : il est proche de la neutralité avant 1914. Après cette date il produit, du fait de la

création de l'impôt sur le revenu et sur les bénéfices, une hiérarchie nette entre les moyens de financement : l'émission d'actions est après la grande guerre nettement plus imposée que celle d'obligations, tandis que l'autofinancement est encore préférable. Avant 1914 au contraire, les actions n'étaient pas défavorisées ; elles avaient même une très légère supériorité sur l'autofinancement, dans l'hypothèse où l'incorporation des réserves au capital était immédiate.

L'évolution de l'impôt sur le revenu, en particulier de l'IGR, est la principale cause des transformations des rapports entre financement externe et autofinancement. Après une hausse très rapide au début des années 1920, qui encourage massivement l'autofinancement, un coup d'arrêt est donné en 1926 (sous le gouvernement Poincaré), le taux marginal maximal de l'IGR repassant de 60 à 30%. La progression reprend plus lentement après cette date et s'accélère dans les années 1930, même si l'imposition à l'IGR des incorporations de réserves diminue en 1933 l'avantage de l'autofinancement.

L'impôt sur les bénéfices est en revanche la principale cause de l'avantage qu'ont les obligations (dont les intérêts sont déductibles) sur les actions (dont le dividende ne l'est pas). Cet arbitrage n'est pas influencé par les variations de l'impôt sur le revenu. Il connaît deux ruptures : après la principale, qui résulte de que la naissance de l'impôt sur les bénéfices, 1926 voit une forte hausse de celui-ci qui accroît définitivement l'écart entre obligations et actions.

On peut donc séparer deux arbitrages dont on voit qu'ils dépendent essentiellement d'indicateurs différents : un premier entre financements interne et externe, et un second entre actions et obligations. Ce sont ces arbitrages dont nous cherchons ci-dessous à vérifier l'effet sur le financement des entreprises.

III. LES CHOIX DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

On sait que si la fiscalité privilégie un moyen de financement, l'entreprise devrait tendre à se concentrer exclusivement sur lui. Naturellement, elle ne peut pas, à cause des coûts de transaction, modifier entièrement sa structure de financement (en stock) à chaque modification fiscale. En revanche, ses choix pour les financements nouveaux devraient en être fortement influencés. L'objectif de cette partie est d'observer si les effets de la fiscalité prévus dans le modèle exposé ci-dessus sont bien vérifiés en les comparant aux moyens de financement effectivement utilisés par les sociétés, tels que nous les avons mesurés précédemment.

Le modèle présenté ci-dessus montre que l'on peut en équilibre général sans perte de généralité étudier séparément les choix entre moyens de financement en les prenant par paires. En outre, les trois choix étudiés n'étant pas indépendants, il nous suffit d'en examiner deux pour vérifier l'ensemble. On vient de voir que la décision entre financement externe et autofinancement résulte principalement de l'IGR tandis que le choix entre émissions d'actions et d'obligations dépend surtout de l'impôt sur les bénéfices. Il semble donc logique d'étudier successivement ces deux décisions.

Enfin, quoique la fiscalité soit au cœur de ce modèle, on verra qu'il est nécessaire de prendre en considération un certain nombre d'autres variables. On cherchera d'abord à compléter l'explication néoclassique en introduisant des éléments susceptibles d'empêcher l'effet de la fiscalité d'apparaître. On confrontera également cette explication aux autres théories des choix de financement décrites dans le chapitre précédent.

III. A. Autofinancement et financement externe

III. A. 1 Insuffisance de l'explication fiscale

Si l'on reprend les grands traits du financement des entreprises exposés au chapitre 2, on constate immédiatement que la rupture introduite dans la fiscalité par la guerre ne semble pas avoir eu les conséquences que l'on attendrait sur le choix entre financements interne et externe. En effet, on a vu que l'autofinancement diminue sensiblement après 1914, alors même que la fiscalité le favorise à partir de cette date.

Ces tendance générales s'opposent à l'explication exclusivement fiscale des choix de financement. Un examen plus détaillé ne modifie pas ce résultat : la baisse de l'autofinancement est significative dans tous les secteurs et pour les sociétés de toutes tailles ; elle est présente dès les années 1920, et n'est donc pas la conséquence de contraintes de financement liées à la crise des années 1930. Enfin, il semble difficile de supposer que la fraude fiscale suffise à rendre l'augmentation de l'IGR indifférente aux épargnants.

Une solution serait cependant possible. Le modèle repose sur l'hypothèse que l'autofinancement est réalisé à partir de profits non distribués. Ceci revient à considérer que le bénéfice comptable est égal à la croissance de la valeur de marché de l'entreprise, hypothèse fréquemment invalidée durant notre période, en particulier du fait de l'inflation. Si l'impôt sur les bénéfices frappe

un montant supérieur à l'augmentation réelle de la valeur de l'entreprise, l'autofinancement devient plus coûteux que ce qu'indique notre modèle.

Il conviendrait de savoir dans quelle mesure l'application de l'impôt sur les bénéfices a pu correspondre à cette hypothèse. Malheureusement, l'information sur ce sujet est très limitée. Comme on l'a vu ci-dessus, les commentateurs des lois fiscales (sauf naturellement les entreprises, mais elles sont juges et parties) craignent plutôt que la loi ait facilité la dissimulation de bénéfices par les entreprises. Une confrontation au niveau individuel des bénéfices imposés et de l'autofinancement *ex-post* tel que nous l'envisageons serait nécessaire, mais elle dépasse le cadre de ce travail.

En son absence, de fortes présomptions indiquent que la fiscalité relative des financements interne et externe n'a pas eu d'effet significatif sur les choix de financement des entreprises. La netteté des évolutions nous semble permettre de conclure en ce sens malgré l'absence de données annuelles sur le financement qui pourraient être confrontées à l'évolution de l'indicateur de la fiscalité. Pour le moins, il est nécessaire d'envisager d'autres explications.

III. A. 2. Une explication keynésienne : le rôle de la croissance

III. A. 2. a. La corrélation entre croissance et financement externe

Une raison majeure peut expliquer l'absence d'impact visible de la fiscalité sur le choix entre autofinancement et financement externe : la croissance. En effet, dans une économie en croissance rapide, l'autofinancement peut être insuffisant pour satisfaire les besoins en capitaux des entreprises. Plus encore, en présence de transformations structurelles de l'économie (développement de certains secteurs, déclins de certains autres), les capitaux ne peuvent être réalloués qu'en passant par le marché financier. Dans ce cas, même si elle continue à influencer les décisions des entreprises, la fiscalité ne permet plus d'expliquer la transformation des rôles relatifs des moyens de financement.

En toute rigueur, une telle explication doit être introduite en complément de l'explication fiscale dès lors que l'autofinancement n'est pas le seul moyen de financement utilisé malgré son avantage fiscal. Elle prend presque nécessairement la prééminence du fait que l'évolution dans le temps de la fiscalité n'a pas d'effet visible sur les choix des entreprises.

À l'extrême, dans la théorie keynésienne de N. Kaldor ou R. Courbis, la fiscalité est considérée comme d'influence secondaire, l'autofinancement a, indépendamment de la fiscalité, la préférence des entreprises, et celles-ci ne recourent au financement externe que quand des perspectives de croissance les

y incitent (*cf.* chapitre 3). Ces auteurs prédisent de ce fait une corrélation positive entre financement externe et croissance.

Cette corrélation est ambiguë si on cherche à l'observer à l'échelle de l'ensemble des sociétés. Sur les deux périodes de croissance rapide de l'économie française (1900-1913 et 1918-1929), seule la seconde voit le financement externe augmenter significativement ; et si durant la crise de la fin du XIX^{e} siècle l'autofinancement est très élevé, les pertes des années 1930 sont telles que celui-ci est négatif. L'absence de séries chronologiques empêche à nouveau un examen plus détaillé. En revanche, cette explication présente l'avantage de pouvoir être testée de manière plus précise grâce aux données individuelles présentées au chapitre 2, utilisées en coupes transversales pour chacune des quatre périodes pour lesquelles nous avons calculé la part de l'autofinancement (1891-1900 ; 1901-1913 ; 1914-1928 et 1929-1936). Si cette vérification s'avère favorable, il faudra considérer que l'explication fiscale est dominée durant notre période par l'effet de la croissance sur le financement.

III. A. 2. b. Difficultés d'observation

L'examen empirique de la relation entre autofinancement et croissance est délicat. En effet, ce sont les perspectives de croissance qui motivent les entreprises ; notre méconnaissance de leurs anticipations et notre besoin de mesurer la croissance sur les périodes longues pour lesquelles nous disposons de données sur l'autofinancement, imposent de considérer la croissance réalisée et non les anticipations. Plus grave, sur des périodes d'une telle longueur intervient une autre relation, soulignée par N. Kaldor (1966) : la rétroaction positive de la croissance réalisée sur l'autofinancement.

En effet, à moyen terme, les entreprises en forte croissance dégagent en général des profits importants qui leur permettent de substituer l'autofinancement au financement externe. Il est donc possible que l'on constate *ex-post* une corrélation positive entre autofinancement et croissance alors même que la croissance aurait initialement exigé un financement externe important[39]. En outre, cette corrélation positive entre croissance réalisée et autofinancement est contenue en germe dans notre méthode de calcul de l'autofinancement, puisque celui-ci est égal à la part de la croissance de la valeur de la société qui ne résulte pas de financements externes.

[39] Nous ne pouvons pas contourner cette difficulté en utilisant des indicateurs non financiers de la croissance car nos données n'en comportent pas.

Pour tester l'hypothèse d'une corrélation entre financement externe et croissance, il convient donc de compléter l'étude *ex-post* de la part du financement externe dans la croissance réalisée, par la mesure de l'importance du financement externe en proportion de la valeur initiale de la société. Cet indicateur présente cependant par construction des défauts, symétriques de ceux du premier : une société qui connaît une forte croissance risque d'apparaître comme ayant fortement recours au financement externe même si elle apparaît *a posteriori* comme largement autofinancée. Seul une comparaison détaillée des deux indicateurs en question devrait permettre de conclure.

III. A. 2. c. Autres variables explicatives

Le nombre de sociétés présentes dans nos échantillons nous permet en outre de chercher à tenir compte de biais de mesure pouvant résulter d'autres influences touchant le financement. En effet, si la théorie keynésienne permet seule de fournir une explication générale complétant (ou remplaçant) le modèle néoclassique centré sur la fiscalité, plusieurs caractéristiques des entreprises sont susceptibles d'influencer leur taux d'autofinancement désiré.

Certains secteurs sont plus risqués, soit parce qu'ils connaissent une durée plus élevée que d'autres d'immobilisation du capital, soit en raison de l'importance des variations conjoncturelles. Ces risques pourraient conduire les actionnaires comme les gestionnaires à souhaiter un autofinancement plus élevé[40]. À l'inverse, des équipements dont la valeur peut aisément être contrôlée, ou qui sont réutilisables par d'autres sociétés en cas de faillite (cas des réseaux de distribution et plus encore des immeubles) devraient trouver plus facilement un financement externe.

L'intensité capitalistique devrait conduire au financement externe, en particulier si les équipements sont peu divisibles ou si leur mise en place doit être nettement antérieure à leur rentabilité. Cependant, cet argument n'est valide que tant que la société est proche de sa date de naissance, après quoi les profits et éventuellement la baisse des investissements peuvent jouer en sens inverse. Si les sociétés nouvelles peuvent dans ce cas être contraintes à un autofinancement faible, au moins *ex-ante*, elles risquent en revanche d'être considérées comme plus risquées, et donc de trouver difficilement des financements extérieurs. Enfin, les formes du financement antérieur pourraient avoir des effet sur les choix. En particulier, on peut penser qu'un endettement

[40] On sait qu'en équilibre général et sur un marché parfait, un risque plus élevé ne modifie pas les choix de financement car il est entièrement répercuté sur la rémunération. Introduire le risque revient donc à accepter l'idée de marché imparfait.

important en début de période signale une société ayant habituellement recours au financement externe et bénéficiant d'une bonne réputation[41].

Pour tenir compte des biais que ces différentes influences supposées pourraient introduire, nous avons ajouté dans nos estimations les variables suivantes : taille, âge[42], endettement initial et secteur d'appartenance de chaque société[43]. C'est donc corrigé des effets éventuels de ces variables que nous examinons les liens entre croissance et financement.

III. A. 3. Principaux résultats

Nous avons estimé la relation entre financement et croissance, complétée par les variables citées ci-dessus, sur les quatre périodes pour lesquelles notre mesure des parts des moyens de financement était disponible.

Le nombre d'entreprises pour lesquelles on a pu effectuer ces estimation du rôle de la croissance dans les choix de financement est inférieur au nombre total d'entreprises présentes à la cote durant chaque période. En effet, la part de l'autofinancement dans le financement de chaque entreprise, telle que nous l'avons construite au chapitre 2, n'est pas toujours définie. Ainsi, quand la valeur de la société en fin de période est inférieure à la valeur des actifs initiaux après amortissement, il y désinvestissement, de sorte qu'on ne peut pas mesurer les parts des moyens de financement. Nous ôtons donc ces sociétés de

---

41 La perception d'un risque de surendettement n'a pas de raison de nuire au financement externe en général, mais seulement à un recours accru à l'émission d'obligations ; ce point sera examiné plus bas.

42 L'âge d'une société est difficile à mesurer dans le cas, fréquent, où elle a repris à sa fondation des activités antérieures. Nous avons donc utilisé également la durée d'inscription à la cote officielle, qui est plus homogène et mieux connue. L'âge n'est connu que par la notice déposée à la Chambre syndicale des agents de change par une société demandant la cotation. Certaines sociétés s'enorgueillissent de leur ancienneté ou revendiquent la filiation d'un vague commerce resté un siècle en société en nom collectif, tandis que d'autres ne donnent que la date de naissance de la société par actions fondée en vue de l'inscription en Bourse. Malgré nos efforts pour approcher une "fondation" de manière homogène (par exemple par la fondation d'une société par actions), cet indicateur reste moins net que celui de l'ancienneté de cotation, avec lequel il est d'ailleurs fortement corrélé. La date de cotation pose elle aussi parfois quelques difficultés pour les sociétés industrielles cotées avant 1890 date de la refonte de la cote). En effet, certaines étaient auparavant cotées occasionnellement à la deuxième partie de la cote, et il est difficile de savoir si leur date "officielle" de cotation est celle de la première cotation ou du début d'une cotation régulière. Après 1890, l'inscription à la cote est sans ambiguïté sauf à de très rares exceptions qui ne sauraient biaiser les résultats.

43 En l'absence de données sur les monopoles, les risques ou les intensités capitalistiques par société, nous avons pensé que leur secteur d'appartenance pouvait permettre de les approcher.

nos échantillons[44]. On notera que ceci conduit à négliger les cas où ces sociétés ont obtenu des financements externes[45].

Les principaux résultats[46] sont présentés dans le tableau 4.3.

[44] Les nombres de sociétés ainsi écartées pour les différentes périodes sont les suivants : 24 sur 158 entre 1891 et 1901 ; 19 sur 235 entre 1901 et 1913 ; 54 sur 298 entre 1913 et 1928, et surtout 313 sur 515 entre 1928 et 1936 du fait de la crise.

[45] D'autre part, notre méthode conduit à des taux d'autofinancement supérieurs à 100% quand les remboursements anticipés d'obligations dépassent les émissions de titres sans que la variation de la valeur totale de la société soit négative, le taux étant alors d'autant plus élevés que cette variation est faible. À l'inverse, quand la croissance de la valeur de la société est inférieure au montant actualisé du financement externe, l'autofinancement est négatif. La variance en résultant est donc très élevée. Si on considère que le comportement de financement des sociétés consiste surtout à choisir de réaliser ou non des émissions ou des remboursements anticipés de titres, ces taux d'autofinancement réalisés *ex-post* sont difficiles à considérer comme délibérés.

[46] Nous avons essayé un grand nombre de formes fonctionnelles pour estimer les liens entre financement et croissance. Les résultats dépendent très peu de la spécification retenue.

Tableau 4.3 : Estimation des explications de la variance des formes de financement

Période 1891-1901

Nombre d'observations: 134

	RACAUT		FINX	
VAR	COEFF	T-STAT	COEFF	T-STA
C	0.213	0.88	0.600	2.17
CROI	0.156	1.82	0.304	3.11
AGE	0.151	2.27	-0.298	-3.94
KI	0.015	0.48	0.062	1.69
PAOBKI	-0.071	-0.34	0.254	1.05
BQ	0.019	0.11	0.116	0.59
IMM	-0.473	-1.57	0.024	0.07
CSM	0.185	1.21	-0.050	-0.28
ENG	0.017	0.13	0.238	1.56
INT	0.137	0.73	-0.101	-0.47
INV	-0.141	-0.89	0.372	2.06
TRP	-0.159	-1.00	0.423	2.34
R-squared	0.13		0.2	
Adjusted R-squared	0.05		0.19	
S.E. of regression	0.49		0.56	
Durbin-Watson stat	2.20		2.14	
Log likelihood	-89.5		-106.	
Mean of dependent	0.82		0.29	
S.D. of dependent	0.50		0.62	
Sum of squar. resid	29.8		38.3	
F-statistic	1.61		3.74	

Données (134 sociétés)

Series	Mean	S.D.	Max	Min
RACAUT	0.82	0.50	1.13	-2.75
FINX	0.29	0.62	3.14	0.00
CROI	0.87	0.56	3.53	0.00
AGE	2.98	0.66	4.54	1.60
KI	2.48	1.53	6.69	-2.59
PAOBKI	0.13	0.23	0.91	0.00

VAR	Mean	VAR	Mean
ASS	0.246	ENG	0.179
BQ	0.089	INT	0.067
IMM	0.022	INV	0.097
CSM	0.119	TRP	0.119

Période 1901-13

Nombre d'observations: 216

	RACAUT		FINX	
VARIABLE	COEFF	T-STAT	COEFF	T-STAT
C	0.940	7.24	-0.792	-1.80
CROI	-0.010	-0.25	1.150	8.34
AGE	0.011	0.33	-0.072	-0.64
KI	0.012	0.72	0.012	0.21
PAOBKI	-0.216	-2.31	0.342	1.08
BQ	-0.216	-2.27	0.549	1.70
IMM	0.062	0.47	-0.422	-0.95
TRA	-0.298	-2.76	0.841	2.29
DK	0.118	0.80	-0.345	-0.69
EAM	0.063	0.35	0.412	0.68
DEA	-0.084	-0.47	0.341	0.57
DEL	-0.173	-1.60	1.116	3.03
MEL	-0.157	-0.99	0.713	1.33
AEL	-0.095	-0.53	0.181	0.29
TXT	-0.031	-0.20	0.410	0.78
GAZ	-0.122	-1.15	0.065	0.18
SID	-0.109	-1.11	0.202	0.60
MET	-0.162	-1.70	0.702	2.17
HLL	-0.035	-0.36	-0.155	-0.47
CHI	-0.120	-1.17	-0.253	-0.73
TTR	-0.147	-0.95	0.823	1.56
TMR	-0.101	-0.83	0.540	1.30
ALM	-0.028	-0.24	-0.105	-0.26
CAR	0.010	0.08	0.017	0.04
GMG	-0.111	-0.62	0.020	0.03
IMP	-0.322	-2.71	0.153	0.38
DME	0.006	0.03	-0.633	-1.05
DIV	0.055	0.51	-0.144	-0.39
R-squared	0.16		0.43	
Adjusted R-squared	0.04		0.35	
S.E. of regression	0.28		0.97	
Durbin-Watson stat	2.24		1.92	
Log likelihood	-23.2		-286.	
Mean of dependent	0.87		0.55	
S.D. of dependent	0.29		1.21	
Sum of squar.resid	15.6		180	
F-statistic	1.30		5.31	

Données (216 sociétés)

Series	Mean	S.D.	Max	Min
RACAUT	0.87	0.29	1.178	-1.016
FINX	0.55	1.21	8.110	0.000
CROI	1.09	0.55	3.834	0.008
AGE	2.91	0.73	4.644	1.609
KI	2.51	1.37	6.533	-1.217
PAOBKI	0.15	0.25	1.000	0.000

Var	Mean	Var	Mean	Var	Mean	Var	Mean
BQ	6,9	DEL	5,0	MET	6,9	CAR	2,7
IMM	2,7	MEL	1,8	HLL	6,0	GMG	1,3
TRA	5,0	AEL	1,3	CHI	5,0	IMP	3,2
DK	2,3	TXT	1,8	TTR	1,8	DME	1,3
EAM	1,3	GAZ	4,6	TMR	3,2	DIV	5,0
DEA	1,3	SID	6,4	ALM	3,7		

Tableau 4.3 (suite) : période 1913-1928

Nombre d'observations: 244

	RACAUT		FINX	
VAR	COEFF	T-STAT.	COEFF	T-STA
C	-0.311	-1.18	-0.024	-0.04
CROI	0.271	5.14	0.826	7.24
AGE	0.228	3.58	-0.236	-1.71
KI	0.008	0.27	-0.021	-0.31
PAOBKI	-0.303	-1.35	1.281	2.64
BQ	-0.103	-0.62	0.878	2.45
IMM	-0.081	-0.35	-0.162	-0.33
TRA	-0.606	-1.45	0.612	0.68
DK	0.464	1.34	0.439	0.58
EAM	0.271	0.65	0.557	0.62
DEL	0.122	0.74	0.753	2.12
MEL	-0.275	-0.91	0.849	1.31
AEL	-0.452	-1.30	1.012	1.35
TXT	-0.100	-0.37	0.435	0.74
GAZ	-0.017	-0.08	1.151	2.66
SID	-0.710	-4.07	1.018	2.70
MET	-0.650	-3.43	0.934	2.28
HLL	-0.093	-0.53	0.610	1.61
CHI	-0.103	-0.59	0.170	0.45
TTR	0.125	0.36	0.243	0.32
TMR	-0.277	-1.18	1.381	2.71
ALM	-0.015	-0.07	0.359	0.79
CAR	-0.202	-0.75	1.767	3.01
GMG	0.252	1.05	0.423	0.81
IMP	0.251	1.00	0.583	1.07
DME	-0.803	-2.90	0.751	1.25
DIV	-0.153	-0.81	0.532	1.30
R-squared		0.34		0.34
Adjusted R-squared		0.26		0.27
S.E. of regression		0.56		1.23
Durbin-Watson stat		2.15		2.40
Log likelihood		-194		-382
Mean of dependent		0.62		0.88
S.D. of dependent		0.66		1.44
Sum of squar. resid		70.3		328
F-statistic		4.35		4.47

Données (244 sociétés)

Series	Mean	S.D.
RACAUT	0.62	0.66
FINX	0.88	1.44
CROI	1.21	0.78
AGE	3.23	0.64
KI	2.99	1.37
PAOBKI	0.12	0.19

VAR	Mean	VAR	Mean	VAR	Mean
ASS	0.176	AEL	0.012	TMR	0.028
BQ	0.081	TXT	0.020	ALM	0.036
IMM	0.032	GAZ	0.045	CAR	0.020
TRA	0.008	SID	0.065	GMG	0.028
DK	0.012	MET	0.049	IMP	0.024
EAM	0.008	HLL	0.061	DME	0.020
DEL	0.114	CHI	0.061	DIV	0.049
MEL	0.016	TTR	0.012		.

Période 1928-36

Nombre d'observations: 202

	RACAUT		FINX	
VARIABLE	COEFF	T-STAT	COEFF	T-STA
C	19.77	1.11	0.539	2.69
CROI	18.60	2.51	0.218	2.62
AGE	-5.406	-1.41	-0.089	-2.08
KI	-1.106	-0.49	-0.051	-2.01
PAOBKI	-9.741	-0.57	0.350	1.84
BQ	-1.151	-0.07	0.353	2.11
IMM	-3.535	-0.22	0.254	1.40
TRA	3.172	0.21	0.000	0.00
DK	3.720	0.18	-0.047	-0.21
EAM	-2.966	-0.13	-0.269	-1.05
DEA	-3.384	-0.14	1.092	4.10
DEL	-5.241	-0.44	0.218	1.67
MEL	-12.27	-0.64	0.167	0.78
AEL	-13.35	-0.58	0.354	1.38
GAZ	0.765	0.05	0.156	0.91
SID	6.045	0.35	0.271	1.43
MET	-1.265	-0.10	0.017	0.12
HLL	2.852	0.12	-0.190	-0.74
MMT	-15.06	-0.55	0.419	1.37
PET	-26.46	-1.28	1.157	4.99
CHI	-6.876	-0.54	0.122	0.86
TTR	-91.22	-5.29	0.357	1.85
TMR	1.409	0.03	0.144	0.31
ALM	-10.44	-0.77	0.012	0.07
CAR	2.897	0.07	-0.156	-0.36
IMP	0.005	0.00	0.287	1.60
DME	0.842	0.04	-0.007	-0.03
DIV	-1.718	-0.12	-0.100	-0.63
R-squared		0.196		0.35
Adjusted R-squared		0.072		0.24
S.E. of regression		36.88		0.41
Durbin-Watson stat		2.696		3.27
Log likelihood		-1000		-93
Mean of dependent		0.25		0.34
S.D. of dependent		38.		0.48
Sum of squar.resid		2367		29.9
F-statistic		1.57		3.41

Données (202 sociétés)

Series	Mean	S.D.	Max	Min
RACAUT	0.25	38.2	37.8	-505
FINX	0.33	0.47	3.31	0.00
CROI	0.49	0.39	2.70	0.00
AGE	3.12	0.83	4.63	1.38
KI	4.27	1.42	7.86	0.85
PAOBKI	0.13	0.18	0.92	0.00

VAR	Mean	VAR	Mean	VAR	Mean
ASS	0.128	MEL	0.024	CHI	0.074
BQ	0.044	AEL	0.014	TTR	0.029
IMM	0.034	GAZ	0.039	TMR	0.004
TRA	0.049	SID	0.034	ALM	0.064
DK	0.019	MET	0.094	CAR	0.004
EAM	0.014	HLL	0.014	IMP	0.034
DEA	0.014	MMT	0.009	DME	0.029
DEL	0.143	PET	0.019	DIV	0.054

Légende du tableau 4.3

Ce tableau fournit les résultats de régressions cherchant à expliquer la variance des indicateurs de financement exposés dans le texte parmi les différentes sociétés de notre échantillon, par la méthode des moindres carrés ordinaires.

Les variables expliquées sont :

- **Racaut** est l'indicateur de l'autofinancement ; il est égal à la racine carrée de la part de l'autofinancement dans le financement durant la période considérée[47] calculé selon la méthode du chapitre 2.
- **Finx** est le montant des financements externes actualisés[48] (nets des remboursements anticipés d'obligations) rapportés à la valeur initiale (également actualisée) de la société.

Les variables explicatives sont :

- **croi** : le taux de croissance, mesuré par les logarithmes, de la capitalisation totale de la société au cours de la période (titres non cotés inclus).
- **age** : le logarithme du nombre d'années de cotation de la société en milieu de période[49]. Quand le résultat est plus satisfaisant, on a utilisé à la place **agef**, âge de la société depuis sa fondation telle que fournie par les annuaires de la cote. Les deux variables sont fortement corrélées.
- **paobki** : la part des obligations dans la valeur boursière de la société en début de période.
- **ki** : le logarithme de la valeur boursière de la société en début de période.

Les autres variables sont des variables muettes sectorielles, selon les abréviations fournies à l'annexe 2 du chapitre 1. Sont absents les secteurs ne comptant pas de sociétés cotées (ou parfois une seule) durant la période considérée.

Les statistiques t de Student sont indiquées dans la colonne de droite.

La partie "données" de chaque colonne donne pour chaque échantillon les principales indications nécessaires sur les différentes variables utilisées (moyenne, écart-type, maximum et minimum). Pour les variables muettes, la moyenne indique la proportion de sociétés du secteur concerné dans l'échantillon. L'échantillon est le même pour les deux équations estimées.

III. A. 3. a. La croissance

Les résultats sont globalement favorables à la thèse selon laquelle c'est surtout la croissance qui impose aux entreprises le recours au financement externe. Pour les quatre périodes en effet, l'importance du financement externe par rapport à la capitalisation initiale est positivement et très significativement

[47] Quand la valeur de l'autofinancement est négative, on a pris l'opposé de la racine carrée de sa valeur absolue. On rappelle que selon la méthode proposée au chapitre 2, cela se produit quand la valeur actualisée des financements externes est supérieure à la croissance de la valeur de l'entreprise durant la période. L'utilisation des racines carrées des indicateurs de l'autofinancement a d'ailleurs pour objectif de concentrer sa distribution, reflétant le fait que les comportements sont moins distincts aux extrémités de la distribution que ne l'indiquent les chiffres bruts. C'est pour la même raison qu'on a recours au deuxième indicateur de l'autofinancement.

[48] Actualisé signifie toujours selon la méthode utilisée au chapitre 2, combinant dépréciation et correction de l'inflation.

[49] Les dates suivantes sont considérées comme milieu de période : 1896, 1906, 1920, 1932.

reliée à la croissance. Certes, la part de l'autofinancement *ex-post* est aussi corrélé positivement à la croissance, comme on s'y attendait du fait de la rétroaction positive de la croissance sur l'autofinancement et de la méthode de construction de cet indicateur ; mais ce dernier effet est moins important et moins significatif que l'effet de la croissance sur le financement externe.

La période la plus nette est celle qui va de 1901 à 1913, puisque la croissance a même un effet négatif (non significatif) sur l'autofinancement *ex-post*, tandis que la corrélation entre croissance et financement externe est très nette dans l'estimation de l'autre équation.

Durant les trois autres périodes, seule la comparaison de l'intensité et de la significativité des deux effets qui s'opposent permet de trancher, ce qui rend le résultat moins assuré. Si on compare les résultats obtenus sur l'autofinancement ("autof") et le financement externe ("finx") (qui sont estimés sur les mêmes échantillons), les autres indicateurs étant pris égaux à la moyenne (tableau 4.4), on constate ainsi qu'une même augmentation du taux de croissance entraîne une augmentation plus forte du financement externe que de l'autofinancement (la seule exception est la dernière période, mais la fréquence des baisses de valeur des sociétés rend l'estimation peu significative).

Tableau 4.4 : effets de la croissance sur l'autofinancement *ex-post* et sur le financement externe *ex-ante*.

	1891-1901		1901-1913		1913-1928		1928-1936	
croiss.	finx	autof	finx	autof	finx	autof	finx	autof
0	0,03	0,47	-0,71	0,78	-0,13	0,09	0,23	-75,78
0,5	0,18	0,58	-0,14	0,77	0,29	0,19	0,34	0,35
1	0,33	0,71	0,44	0,76	0,70	0,32	0,45	97,90
2	0,99	0,63	1,59	0,75	1,53	0,70	0,66	811,94
moy.	0,29	0,67	0,55	0,76	0,88	0,38	0,33	0,06

Légende : estimation, pour différents taux de croissance des entreprises, de l'autofinancement *ex-post* (autof, mesuré au chapitre 2)) et du financement externe *ex-ante* (finx, en pourcentage de la valeur de la société en début de période), à partir des résultats du tableau 4.3. Les autres variables sont prises égales à leur moyenne. La ligne "moy." indique les valeurs moyennes des deux variables sur l'échantillon.

L'effet de la croissance est donc globalement favorable au recours accru au financement externe, ce qui corrobore la théorie keynésienne du financement. Si cette corrélation est en général l'élément le plus significatif des estimations réalisées, elle est cependant loin d'expliquer entièrement les variations des formes de financement entre sociétés.

III. A. 3. b. Effets des variables complémentaires

Certaines des variables complémentaires ajoutées pour contrôler la relation entre financement externe et croissance s'avèrent significatives. Elles permettent de mieux comprendre les déterminants du financement.

En premier lieu, les formes antérieures de financement semblent peser sur les choix réalisés au cours d'une période : les sociétés initialement endettées recourent nettement plus au financement externe que les autres. Il est possible d'interpréter ceci comme le signe d'un habitat préféré en matière de financement[50], habitat préféré que des économies d'échelle pourraient peut-être expliquer (le coût d'acquisition d'une bonne réputation étant considéré comme fixe).

L'importance des investissements indivisibles à réaliser en début d'activité, avant que les profits puissent les financer, semble expliquer certaines situations : les tramways ou la distribution d'électricité dans leur période de développement initial (jusqu'à 1914) sont ainsi de très importants émetteurs, au delà même de ce que leur forte croissance laisserait attendre. La sidérurgie, la métallurgie, voire dans les années 1920 les houillères obtiennent de forts financements externes qui s'expliquent de la même façon, soit que ces secteurs traditionnels connaissent des innovations techniques coûteuses, soit, dans le dernier cas, que la restauration des mines après les destructions de la guerre requière des capitaux importants.

L'âge, ou plus exactement l'ancienneté d'inscription à la cote (les deux étant d'ailleurs fortement corrélés), est nettement favorable à l'autofinancement et défavorable au financement externe. Ceci peut s'expliquer soit par un pouvoir de marché croissant avec le temps, permettant aux entreprises de réaliser des profits élevés et donc d'autofinancer leurs investissements, soit plutôt par des besoins de financement en baisse[51]. En effet, le financement externe est mieux et plus significativement corrélé avec la proximité de la

[50] Ce point devra cependant être vérifié, car le financement externe inclut ici les actions alors que notre indicateur de financement initial est un taux d'endettement (au prix de marché).

[51] Dans quelques cas cependant un pouvoir de marché semble jouer un rôle. Ainsi, l'effet positif de leur monopole sur leur profitabilité explique peut-être que l'autofinancement des sociétés électriques ne soit plus significativement différent de la moyenne après 1918, bien qu'elles continuent à réaliser des investissements considérables et à recourir massivement au marché financier. Un comportement similaire se retrouve alors chez les sociétés gazières, autres monopoles naturels exploités en concessions locales. Ces secteurs semblent adopter le comportement de maximisation de la rente de monopole qui caractérise déjà les ports et docks avant 1914. On notera que la croissance de l'autofinancement des sociétés électriques dans l'entre-deux-guerres a été signalé dans les travaux sur ce secteur (*cf.* M. Lévy-Leboyer, 1988).

cotation qu'avec l'âge, ce qui semble indiquer que l'accession à la cote résulte, dans un certain nombre de cas, de besoins de financement exceptionnels.

Les sociétés récemment cotées semblent ainsi obtenir des financements externes importants. De même, les sociétés de petite taille ne sont pas pénalisées pour accéder au marché. Enfin, sectoriellement, seuls les producteurs de biens de consommation semblent tirer, toutes choses égales par ailleurs, moins de ressources du financement externe, ce qui s'explique probablement par une méfiance du marché envers des entreprises considérées souvent comme peu solides.

Hormis ce secteur, qui n'est d'ailleurs que tardivement admis en Bourse, l'ensemble des résultats montre donc que la demande de financement tend à dominer l'offre. La Bourse soutient les secteurs fortement demandeurs de capitaux, malgré des réussites en termes de croissance et de profitabilité parfois incertaines. C'est le cas en particulier des biens d'investissement (sidérurgie, métallurgie, matériel électrique), des transports et de l'imprimerie avant 1914. S'y ajoute après la guerre le secteur très dynamique des "divers mécaniques" (qui inclut en particulier l'automobile) et la chimie, un des seuls dont les résultats seront à la hauteur des financements importants qu'elle reçoit. Les épargnants français ont donc été dynamiques et prêts à prendre des risque industriels pour des montants importants.

Au total, si l'explication fiscale néglige les phénomènes de croissance, et en particulier les différences de développement entre entreprises, la thèse keynésienne ne tient pas assez compte du fait qu'à croissance égale, certaines sociétés sont en mesure d'autofinancer l'essentiel de leurs investissements, tandis que d'autres requièrent des apports extérieurs importants, au moins dans une phase initiale. C'est justement à ces entreprises que le marché financier s'adresse. Même quand les raisons invoquées par les deux théories ci-dessus n'étaient pas présentes, l'élargissement du marché et l'augmentation des émissions ont permis à nombre d'entreprises, et en particulier à de nouveaux secteurs intensifs en capital, de réaliser des investissements qui n'auraient pu avoir lieu en leur absence. Il nous reste à examiner comment se fait le choix entre les deux modes possibles de financement externe.

III. B. Le choix entre actions et obligations

Le partage du financement entre émissions de titres et profits retenus semble largement indépendant de leurs fiscalités relatives. Les besoins de financement provoqués par les anticipations de croissance et par les

caractéristiques spécifiques des entreprises expliquent en revanche pour une part importante le partage entre financement interne et externe. Ce résultat n'invalide pas la théorie néoclassique du financement : en premier lieu, nous n'avons pas pu examiner en détail l'effet de la fiscalité, qui a pu être contrarié par l'insuffisance de l'autofinancement sans que les entreprises le négligent pour autant. D'autre part, l'effet de la fiscalité pourrait jouer pleinement pour le choix entre les formes de financement externe même s'il ne jouait pas sur la décision de recourir au financement externe.

À la différence de l'évolution de l'autofinancement, qui contrariait visiblement celle de la fiscalité, il est difficile de repérer à partir de notre présentation globale du chapitre 3 si le partage entre les deux formes de financement externes, actions et obligations, dépend fortement de la fiscalité. Sachant d'autre part l'importance des variations intersectorielles et intrasectorielles des rôles relatifs des deux types de titres dans le financement, il est nécessaire de réaliser un test détaillé de l'influence de la fiscalité. Les données sur le financement externe que nous avons présentées au chapitre 1 nous permettent un examen sur séries chronologiques, qui sera complété d'un autre sur coupes transversales pour répondre à certaines questions en suspens.

III. B. 1. Test chronologique

III. B. 1. a. L'insuffisance de l'explication fiscale

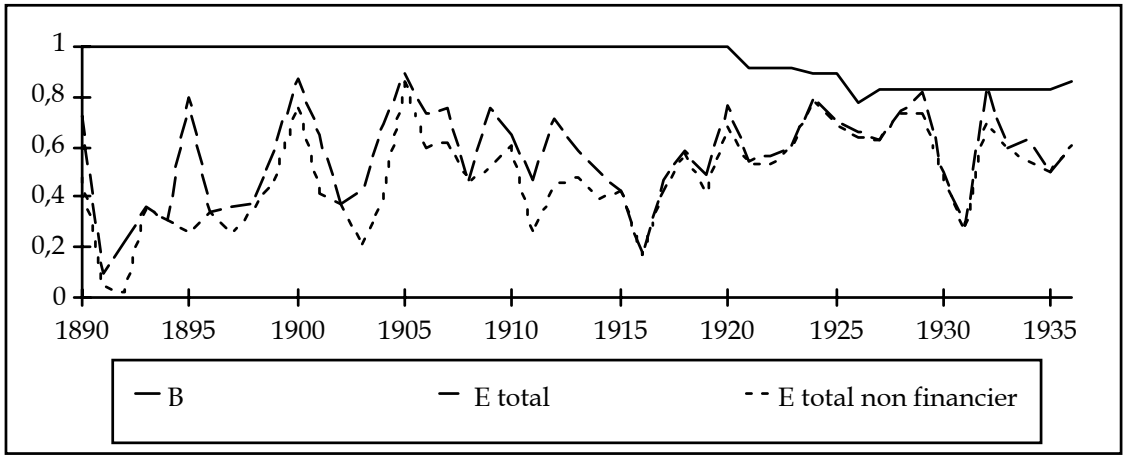
Si on nomme E la part des émissions d'actions dans le total des émissions de titres, et B le rapport défini ci-dessus des coûts en impôt des actions sur ceux des obligations ($B = \pi ß (1 + y/r) / (1-m)$), on peut tester la relation suivante :

$E = f(B)$

où f doit être une fonction croissante, pour que l'influence de la fiscalité soit conforme à la théorie.

L'examen du graphique 4.9 montre que cette influence ne saurait être l'explication dominante des choix de financement externe, puisqu'aucune relation nette n'apparaît entre les deux variables sur l'ensemble de la période.

Graphique 4.9 : évolutions de la fiscalité et de la part des actions dans les émissions de titres



Légende : évolution de l'indicateur de fiscalité relative des actions par rapport aux obligations (B) et de la part des actions dans les émissions de titres (E), soit pour l'ensemble des sociétés cotées, soit pour les seules sociétés non financières.

Cette constatation n'infirme pas la théorie avant 1914, puisque la fiscalité est presque parfaitement neutre ; il nous faut en revanche de rechercher d'autres explications de la forte volatilité du ratio E.

Après 1914, on constate également une quasi absence d'effet visible de la fiscalité. B est d'ailleurs non significatif dans toute régression tentant de tester (sous des formes fonctionnelles variées), la relation élémentaire établie ci-dessus. Si on cherche à écarter les biais liés à l'évolution dissemblable de différents secteurs économiques en testant la même relation au niveau sectoriel, on aboutit au même constat négatif.

Ce résultat négatif est en lui-même intéressant puisque sur la Grande-Bretagne d'après-guerre, une relation similaire est nettement positive et significative[52] (King, 1977, pp. 216-17). Cependant, il est possible que d'autres facteurs influencent les choix de financement et masquent l'effet de la fiscalité. Il convient donc d'introduire des explications complémentaires. Nous examinerons en même temps si ces explications permettent de comprendre les fluctuations des choix de financement avant 1914.

III. B. 1. b. Les explications complémentaires

L'argument principal traditionnellement invoqué pour expliquer les infractions à l'explication par la fiscalité des financements relatifs par actions et

[52] Même si les résultats économétriques fournis par King ne sont pas aussi probants qu'il ne l'affirme. On notera qu'il concentre comme nous son étude sur le financement des sociétés cotées et néglige l'endettement bancaire pour se concentrer sur la dette obligataire, malgré l'importance très supérieure de la dette bancaire à l'époque qu'il étudie.

obligations est l'existence de contraintes d'endettement maximum. Cet argument peut également expliquer une augmentation du financement par actions en l'absence de fiscalité. On a d'ailleurs vu que cet argument traditionnel a été raffiné récemment et reste utilisé.

Cette contrainte ne peut pas être observée directement sur des séries chronologiques en l'absence de données annuelles sur la part de la dette dans la valeur totale des entreprises. On peut cependant l'introduire indirectement. En effet, l'inflation comme la croissance ont pour effet de réduire le poids relatif de la dette, de sorte qu'elles incitent les créanciers à relâcher la contrainte d'endettement. Les émissions d'obligations devraient donc augmenter relativement quand l'inflation ou la croissance s'accélèrent.

Ces arguments sont renforcés par d'autres effets de l'inflation. Si une inflation (même non anticipée) n'a en théorie pas d'effet sur le choix entre émission d'obligations et d'actions dans un monde sans fiscalité, ce n'est pas le cas dès lors qu'on introduit cette dernière. L'inflation entraîne en effet à la fois une baisse des déductions fiscales réelles sur les amortissement, une augmentation des taxes réelles sur les plus-values et une baisse du coût réel après impôt de la dette.

Ces différents effets sont favorables à l'endettement par rapport à l'émission d'actions. Ils dépendent cependant en partie des profits réalisés par les entreprises : si ceux-ci sont faibles, les gains fiscaux liés à l'endettement ne sont pas réalisables, de sorte que cette incitation tombe. En conséquence, la part des obligations dans le financement externe devrait être fonction croissante de l'inflation et de la profitabilité. On peut penser également que les coûts de faillite et les coûts de mandat liés à la responsabilité limitée devraient augmenter dans les périodes de crise, ce qui favorise le financement par actions dans ces périodes, et devrait donc renforcer la corrélation entre croissance et préférence pour les obligations.

L'examen des rapports entre croissance et choix de financement externe permet en outre de tester la thèse keynésienne, selon laquelle la croissance impose de recourir à l'endettement malgré son instabilité plus grande que l'augmentation de capital (R. Courbis, 1975).

Comme on l'a constaté en introduction, toutes ces explications accordent une place très réduite à la situation conjoncturelle du marché financier, que les praticiens considèrent en général comme ayant une influence importante sur le choix entre actions et obligations.

L'évolution du cours des actions pourrait ainsi avoir une influence sur le comportement des entreprises, bien que, selon la théorie financière pure,

l'ensemble des profits anticipés soit en permanence intégré au prix instantané des actions, de sorte qu'ils reflètent toutes les anticipations de croissance (et qu'il n'est donc pas plus avantageux *a priori* d'acheter des actions en période de hausse des cours que pendant leur baisse).

On peut également voir dans les cours un indicateur du degré d'optimisme, qui se refléterait dans les projets d'investissement et, du fait de la rigidité de l'autofinancement, dans l'importance du financement externe, en particulier par actions (quand l'endettement atteint son plafond). Il convient donc de contrôler l'influence du cours des actions par l'évolution de l'investissement[53].

Plus largement, alors que la théorie financière en équilibre général ne justifie pas d'influence des rendements instantanés sur les choix de financement, la plupart des auteurs traditionnels justifient largement ces choix par des considérations de minimisation des coûts, ce qui nous amène à introduire le coût relatif des émissions d'actions et d'obligations parmi les variables étudiées[54].

Enfin, on a cru constater ci-dessus que les émissions d'actions étaient fréquemment réalisées peu après des admissions à la cote. Nous examinons donc la relation entre le montant des inscriptions à la cote et la part des actions dans les émissions. Cette relation devrait en outre s'accentuer dans le temps avec le renoncement progressif de la Compagnie des agents de change à demander la cotation des actions préalablement à celle des obligations d'une société.

L'exogénéité de certaines de ces variables par rapport aux émissions peut sembler contestable, en particulier celle des cours des actions et des obligations (et par conséquent de leurs rendements[55]). Il est en effet concevable que les émissions aient un effet sur le marché secondaire où ces cours sont déterminés. Cependant, le rendement des obligations est très largement déterminé par celui de la rente, qui doit, du fait de la disproportion des montants concernés, être indépendant des émissions de titres privés.

---

[53] On pourrait y ajouter que les entreprises cherchent à tirer parti de cours élevés pour attirer de nouveaux actionnaires. Ce comportement suppose une asymétrie d'information entre la société et le marché ; nous en traiterons au chapitre suivant.

[54] Pour les actions, le rendement par dividende est largement déterminé à court terme par l'évolution des cours (qui peut aussi être lue comme la variation du rendement par dividendes exigé par le marché). Nous n'introduirons donc pas simultanément ces variables dans une régression.

[55] On notera que nous avons utilisé dans cette perspective les séries de rendements d'obligations en circulation et non à l'émission.

D'autre part, si un effet des émissions sur les cours existe, il est de sens opposé à la relation que nous envisageons : de fortes émissions tendraient à faire baisser les cours, tandis que nous testons les conséquences de la hausse des cours sur celle des émissions. Dès lors, l'apparition d'une influence significative permettrait bien de conclure à l'existence d'une relation de causalité déterminée, qui risquerait seulement d'être minorée.

Au cas où le marché serait assez parfait pour que seules les variables réelles aient une influence, on distingue cependant ci-dessous les effets financiers des effets "réels" en proposant des estimations sans variables financières.

Enfin, il convient d'envisager l'effet de politiques publiques éventuelles sur le marché. L'État n'intervient pas directement sur le financement des entreprises, sauf durant la guerre où les émissions (en particulier d'obligations) ont été fortement contraintes par le rationnement de l'accès au marché financier. Même en l'absence d'intervention directe de l'État sur les financements privés, il est possible que sa politique financière modifie les préférences des épargnants. Même si, en théorie, celles-ci sont indépendantes du volume des émissions de titres publics (sans risque), il est possible qu'un effet d'éviction apparaisse. On peut s'attendre à ce qu'il touche davantage les obligations, plus substituables à la dette publique ou parapublique, que les actions.

Au total, on attend donc les effets suivants :

E (part des actions) = f [B (fiscalité) (+), croissance (?), inflation (-), profitabilité (-), cours des actions (+), cotations (+), émissions publiques (+), rendement relatif des actions par rapport aux obligations (?)]

III. B. 1. c. Résultats

Malgré des tentatives de spécifications très diverses[56], la fiscalité (variable B) n'est jamais significative dans le sens attendu sur notre période prise dans sa

[56]Logarithmiques et semi-logarithmiques surtout, testées souvent avec plusieurs séries différentes pour la même variable. Nous n'avons pas introduit de retards supérieurs à un an du fait que nous ne disposions que de données annuelles. Les tentatives pour faire ressortir un effet d'éviction par les quantités en introduisant les émissions publiques, semi-publiques, la variation de la dette publique totale (pour tenir compte des remboursements), voire toutes les émissions autres que celles sociétés privées françaises se sont avérées infructueuses, alors que le taux de la rente, indicateur plus satisfaisant d'éviction par les prix étaient significatives. Nous avons donc supprimé les indicateurs quantitatifs des estimations.

totalité. Les autres variables donnent des résultats assez constants quelles que soient les spécifications. L'estimation suivante résume bien la majorité des résultats obtenus (les statistiques t de Student sont entre parenthèses) :

E = 0,25 + 0,35 E(-1) - 0,42 varB -0,38 infl + 0,6 varcact + 0,043 varkrins+0,86vartxr +0,0042IE
(3,6) (2,3) (-0,43) (-1,1) (2,6) (1,3) (1,9) (2,2)

avec R^2 = 0,45 DW = 2,05 42 observations

Où **E** est la part des actions dans le financement externe total (net des remboursements anticipés d'obligations) des secteurs non financiers (c'est-à-dire banque et assurance exclues), **varB** la variation[57] de l'indice B, **infl** celle des prix, **varcact** celle de l'indice du cours des actions, **vartxr** celle du rendement moyen de la rente 3%, **varkrins** celle du montant réel du capital inscrit à la cote dans l'année par les sociétés non financières (en millions de francs 1913), **IE** l'indice des investissements[58].

Non seulement la fiscalité a l'inverse du signe attendu, mais l'inflation, si elle joue dans le bon sens, n'apparaît pas significativement[59]. L'investissement a pour effet d'inciter fortement à augmenter la part des actions dans le financement, ce qui explique peut-être en partie l'absence d'effet de la fiscalité.

Si l'influence favorable de la hausse de l'investissement sur les émissions d'actions est défavorable à la thèse keynésienne, cette dernière fournit en revanche une explication de l'effet significativement positif des taux d'intérêt sur la part des actions. En effet, la hausse des taux d'intérêt coïncide (et provoque en partie) durant notre période (en particulier durant les années 1920) une diminution du terme des obligations émises, qui entraîne un report vers les actions de sociétés ayant une préférence pour la stabilité de leurs ressources. La même explication vaudrait, en sens inverse, durant les années 1890 et 1930. Il ne nous est malheureusement pas possible de vérifier plus directement son exactitude.

Une autre explication de l'effet du taux de la rente est possible. Elle se centre sur la domination dans l'estimation ci-dessus des variables financières se

[57] Tous les taux de variation sont calculés à partir des logarithmes sauf mention contraire. De même, toutes les variables réelles sont déflatées par les prix de détail, à l'exception de la production industrielle, dont les indices ont été construits directement en volume. Les indices pour lesquels aucune référence n'est fournie sont ceux de la SGF, sauf pour les inscriptions à la cote qui sont tirées de nos propres données.

[58] Indice IE de P. Villa (1993).

[59] Il en est de même si nous introduisons la production industrielle ou le PIB pour mesurer l'effet de la croissance (effet négatif, mais faible et non significatif). Nous ne les avons pas ajoutés dans l'équation ci-dessus du fait que des données manquantes auraient réduit le nombre d'années observables.

formant sur le marché secondaire. Le poids de celui-ci dans le fonctionnement du marché primaire des titres privés semble en effet déterminant : la baisse du cours de la rente est alors vue comme traduisant la hausse des taux d'intérêt et donc augmentant le coût relatif des obligations par rapport aux actions (ce qui peut traduire un effet d'éviction) ; la hausse du cours des actions et la multiplication des sociétés cotées ont le même effet[60]. Le marché secondaire exerce ainsi une influence considérable sur le marché des émissions.

Avant cependant d'accepter cette explication assez peu satisfaisante d'un point de vue théorique, on doit considérer que la guerre marque une rupture, et qu'il est légitime de considérer séparément les périodes qui l'entourent.

Les meilleurs résultats[61] pour la période 1891-1913 sont les suivants :

E = 3,1+ 0,058 E(-1)- 1,9infl - 0,017prof - 2,6varpi+2,6varcact-0,006varkrins - 0,34txr+1,3varIE
(2,7) (0,34) (-1,9) (-3,3) (-2,8) (3,7) (-0,2) (-1,4) (2,2)

R^2=0,78 DW = 2,07 23 observations

Où **varpi** est la variation de la production industrielle[62], **varie** celle de l'investissement des entreprises, et **prof** l'indice de la profitabilité des entreprises[63].

Après 1914 on obtient en prenant dans chaque cas toutes les observations disponibles entre 1918 et 1936[64] :

E = 1,6 - 0,83 E(-1) + 0,65 varB - 0,44 infl -0,66 varprof - 1,01 ratrdt+ 0,0094 varkrins + 0,007 IE
(9,3) (-4,8) (2,05) (-2,4) (-4,2) (-6,7) (0,37) (4,9)

R^2=0,94 DW = 2,35 16 observations[65]

---

[60] Si on introduit plutôt les rendements relatifs des actions et des obligations, le même effet est également très significatif : les entreprises adaptent donc leur comportement aux rendements exigés par le marché secondaire au moment de leurs émissions.

[61] Comme le suggèrent leurs faibles significativités, krinsc, txr et E(-1) peuvent être ôtées sans modifier le reste de l'estimation.

[62] Indice de M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon (1985, pp. 336s).

[63] Indice de M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon (1985, pp. 341s) pour la période antérieure à 1914. Indice calculé selon la même méthode (expliquée par ces auteurs p. 313) après 1918 à partir de l'indice des prix à la production de P. Villa (1993), du taux d'intérêt des obligations en circulation et de l'indice des salaires de Kuczynski (1955). Du fait de cette rupture, on ne peut pas utiliser cet indice sur la période 1890-1939 dans son ensemble.

[64] On rappelle que nos données s'arrêtent en 1936 ; par ailleurs, les données de PIB de l'entre-deux-guerres commencent parfois en 1921 seulement.

Mais si on ôte les variables financières, on obtient seulement :

E = 0,54 + 0,13 E(-1) + 0,52 varB + 0,44 infl + 0,12 varpi - 0,0012 IE - 0,31 varprof
(3,3) (0,5) (0,7) (1,4) (0,4) (-0,4) (0,7)
R^2=0,26 DW = 2,04 17 observations

Où **varprof** est la variation de la profitabilité et **ratrdt** le rapport des rendements des actions et des obligations en circulation[66].

Le marché financier durant la période relativement stable qui précède la Grande guerre semble donc se comporter d'une manière assez compatible avec l'existence d'une contrainte quantitative sur l'endettement : ainsi en est-il des effets, favorables à l'émission d'obligations, de l'inflation et de la croissance, comme du recours accru aux actions en cas d'investissement accru.

Cependant, en l'absence de gains fiscaux à l'endettement, l'importance de l'effet des variables croissance, inflation et investissement, ainsi que l'effet défavorable de la profitabilité sur l'émission d'actions, font penser qu'au delà de cette contrainte, on a affaire à une véritable préférence pour l'endettement par rapport à l'émission d'actions.

Cette préférence peut s'expliquer par les effets favorables, habituels en équilibre partiel, de l'inflation sur l'endettement (ou les effets défavorables de la baisse des prix, qui dure jusqu'à 1900) ; mais ceci implique que les demandeurs de capitaux soient en mesure d'imposer leurs préférences sur un marché des capitaux en excès d'offre (ce qui correspond à la situation de forts excédents de l'épargne sur l'investissement qui précède 1914). Une autre explication serait une méfiance envers les émissions d'actions pour des raisons de contrôle du capital, ce que nous examinerons au prochain chapitre.

À côté de ces effets réels, le marché secondaire a, par le cours des actions, une influence importante sur les choix des entreprises. En revanche, l'effet d'éviction est nul, voire négatif, et les inscriptions à la cote n'ont pas d'effet significatif sur les choix de financement.

---

65 Comme le suggère sa faible significativité, on peut ôter varkrins de cette équation sans modifier les résultats (on gagne alors une observation). On l'a maintenu pour montrer sa faible importance.

66 En dehors des spécifications assez nombreuses tentées pour ces équations, on a également estimé des équations similaires pour les émissions des principaux secteurs d'activité. Les résultats sont très similaires à ceux que nous présentons ici, ce qui nous a amené à les laisser de côté.

Au total, les choix de financement des entreprises mêlent jusqu'à 1914 des tentatives (peut-être freinées par des contraintes quantitatives) pour tirer partie par un endettement accru de l'inflation modérée des années 1900, un recours accru aux actions en période d'investissement massif, le tout sur un fond de soumission à la conjoncture du marché des actions. En résulte une évolution très irrégulière, sans tendance nette, qui ne contredit pas la neutralité théorique du financement durant cette période (*cf. supra* graphique 4.9).

Cette situation se modifie fortement après 1914. L'apparition de l'impôt sur les bénéfices crée une incitation forte à l'endettement, qui devrait en théorie s'imposer en tête des explications des choix de financement. Cette domination devrait être d'autant plus forte que l'avant guerre a semblé montrer une préférence spontanée des entreprises pour l'endettement. Or la réalité est très différente, probablement du fait d'une évolution conjoncturelle chaotique et de l'apparition d'une inflation rapide.

Certes, l'influence de la fiscalité apparaît significativement, avec le sens attendu et une intensité substantielle. On peut considérer comme confirmant cet effet le signe et la significativité du coefficient de l'inflation (supérieur et plus significatif qu'avant 1914, ce qui implique un renforcement de la préférence pour l'endettement conforme à l'apparition d'un avantage fiscal).

Malgré cela, l'influence de la conjoncture est dominante. En témoigne le poids considérable du ratio des rendements relatifs dans la première équation, et surtout les piètres résultats obtenus en son absence, dans l'estimation réduite aux variables non financières.

L'inflation semble au cœur du changement de fonctionnement du financement des entreprises : le changement de signe de son coefficient d'une équation à l'autre indique en effet que les intérêts des épargnants dominent l'intérêt fiscal important des émissions d'obligations (intérêt démontré en inflation parfaitement anticipée, commun aux épargnants et aux entreprises aux dépens du fisc).

On peut envisager l'explication suivante : quand durant les années 1920 on parle de difficultés à émettre des obligations, on n'évoque pas des contraintes liées aux situations particulières des entreprises candidates à l'emprunt, mais bien la fuite devant la monnaie, en particulier en 1924-1926 (*cf.* chapitre 7). À l'inverse, les années 1930 voient, avec l'apparition de la déflation, un retour en faveur des obligations auprès des épargnants (même s'il est limité aux sociétés considérées comme solides). La faible significativité du coefficient de l'inflation dans la seconde équation résulte ainsi probablement de la surimposition de ces mouvements aux effets traditionnels de l'inflation en

faveur de l'endettement. Elle découle également du fait que les anticipations d'inflation, absentes durant les premières années 1920, se renforcent avec le temps jusqu'à exclure les émissions d'obligations[67].

Au total, alors que les études antérieures à la nôtre constataient une influence incontestable et dominante de la fiscalité sur les choix de financement, et une absence d'effets de la conjoncture boursière, nous trouvons ici que cette influence existe, mais dominée par la conjoncture boursière et macro-économique, en particulier par les effets de l'inflation.

Enfin, les effets favorables de l'inflation et de la croissance sur l'endettement dès la période de neutralité fiscale antérieure à 1914 posent une question : y-a-t-il une préférence pour l'endettement indépendamment de ses avantages fiscaux, ou ces effets ne sont-ils liés qu'à l'atténuation de contraintes quantitatives d'endettement ? Pour répondre à cette question, et pour examiner sous un autre angle les choix des entreprises entre actions et obligations, nous nous tournons de nouveau vers une analyse transversale des données individuelles d'entreprises.

III. B. 2. Étude sur données transversales

III. B. 2. a. Les contraintes quantitatives sur l'endettement

L'existence de contraintes quantitatives sur l'endettement des sociétés permettrait de comprendre l'existence avant 1914 d'effets favorables de l'inflation et de la croissance sur l'endettement, sans devoir recourir à une hiérarchie *a priori* des financements préférés. Elle expliquerait également pourquoi l'indicateur de la fiscalité n'est pas dans l'entre-deux-guerres le déterminant majeur des choix de financement externe.

L'existence de telles contraintes quantitatives est assurée par tous les auteurs de l'époque, même s'ils la quantifient rarement[68]. Il semble qu'un taux

[67] En effet, ce sont en fait les anticipations d'inflation plus que l'inflation qui doivent jouer dans les deux cas. Or les témoignages des contemporains montrent une incompréhension et un étonnement devant le phénomène qui ne se transforme que lentement et à des vitesses variables selon les populations. On peut rappeler à titre d'illustration que de nombreux économistes de l'époque et postérieurs (par exemple Aftalion, 1950), ont considéré que la causalité à l'œuvre dans la théorie de la parité du pouvoir d'achat allait à l'époque du change vers les prix. On peut l'expliquer par l'importance du change comme signe de la valeur de la monnaie dans l'économie de libre circulation des capitaux d'avant guerre, change sur lequel l'information est beaucoup plus complète et fréquente à l'époque que des indices de prix encore balbutiants. Tant que le change était instable, les anticipations de prix avaient beaucoup de mal à se former. La construction de séries de prix anticipés par des méthodes statistiques supposant un mode de formation des anticipations constant sur toute la période (par exemple chez P. Villa, 1993) semble donc un exercice très audacieux.

d'endettement de 1 (dette égale aux fonds propres) soit considéré comme un maximum (Cauboue, 1942, p. 200). Une telle contrainte devrait se traduire sur notre échantillon par une relation négative entre l'endettement initial et la part des obligations dans le financement externe.

Pour tester économétriquement cet effet, on doit tenir compte du fait que la croissance d'une société diminue le poids réel de sa dette. La contrainte d'endettement ne sera donc significative qu'à taux de croissance donné, tandis que la croissance doit être favorable à l'endettement.

Nous avons repris les indicateurs utilisés ci-dessus pour le choix entre financements interne et externe. Pour estimer dans quelle mesure l'émission d'obligations a été freinée (et celle d'actions accrue) du fait d'un endettement considéré comme excessif, nous avons mesuré l'endettement par le rapport des valeurs de marché des obligations et des actions au début de chaque période. Nous avons aussi utilisé une mesure plus comptable, car il semble que les contemporains aient considéré davantage les fonds propres, voire le seul capital nominal (dans la mesure où il était libéré), que la capitalisation boursière pour mesurer la garantie offerte aux obligations[69].

Nous estimons ainsi l'équation suivante :

PAOBL = f [endettement initial (-), croissance (+), taille, âge, secteur]

---

[68] On doit noter cependant que l'explication fournie par Stiglitz et Weiss (*cf.* chapitre 3) de l'existence de contraintes quantitatives ne permet pas de comprendre leur existence à cette époque. En effet, selon ces auteurs, à partir d'un certain niveau, les créanciers cessent de considérer qu'un taux d'intérêt supérieur compense le risque correspondant aux prêts supplémentaires qu'ils devraient consentir, car ils craignent que ce taux d'intérêt n'accroisse lui-même le risque de l'entreprise. Or un tel raisonnement n'est valable que si l'ensemble de la dette est concernée par les modifications du taux d'intérêt, ce qui n'est pas le cas quand elle est à très long terme et à taux fixe comme à notre époque. Il est probable que des considérations de réputation, et la peur de la faillite qu'éprouvent les actionnaires et les dirigeants eux-mêmes, incitent les sociétés à éviter de recourir à des emprunts à taux élevés permettant de jouer leur avenir à "quitte ou double".

[69] De telles mesures sont défendables, car en cas de faillite, une grande part de la valeur de l'entreprise en exploitation peut se perdre (en particulier celle qui est liée aux compétences spécifiques du personnel, à la clientèle ou aux réseaux d'approvisionnement, qui peuvent alors faire défaut). Le bilan peut alors, parce qu'il intègre surtout les dépenses effectives, et d'abord les achats de biens matériels, permettre d'approcher mieux que la capitalisation boursière la valeur d'une entreprise. Nous ne disposions pas des montants des réserves des sociétés, de sorte que cette mesure perdait beaucoup de son sens après 1918, quand l'inflation réduit à peu de chose le capital de nombre de sociétés. Avant 1914, nous avons utilisé la dette au prix du marché rapportée au capital nominal libéré (le calcul de l'endettement nominal multiplierait les opérations sans modifier beaucoup le résultat car l'essentiel de la dette des sociétés a été émise à des taux proches de ceux qui prévalent aux dates que nous étudions).

Où PAOBL est la part des obligations dans le financement externe.

Les résultats principaux sont fournis dans le tableau 4.5.

Légende du tableau 4.5.

PAOBL est la part des obligations dans le financement externe, selon les mesures du chapitre 2. Dans les cas où les remboursements anticipés dépassent les émissions brutes, on considère toutefois la part des obligations comme nulle (cas très rare). En outre, on considère seulement les cas où PAOBL>=0 pour éliminer les sociétés pour lesquelles aucun financement externe n'est obtenu durant la période concernée (et pour lesquelles cette variable n'est donc pas définie).

Pour les autres variables, *cf.* la légende du tableau 4.3

Tableau 4.5 : Explication de la part des obligations dans le financement externe des sociétés cotées.

Période 1891-1901

variable expliquée : PAOBL
Nombre d'observations : 51

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	0.327	0.91
CROI	-0.016	-0.14
AGE	0.067	0.61
KI	0.094	1.50
PAOBKI	-0.076	-0.32
BQ	-0.980	-3.31
IMM	-0.016	-0.05
CSM	-0.118	-0.53
ENG	0.027	0.13
INT	0.165	0.59
INV	0.093	0.40
TRP	-0.013	-0.06

R-squared	0.39
Adjusted R-squared	0.22
S.E. of regression	0.38
Durbin-Watson stat	2.10
Log likelihood	-15.8
Mean of dependent	0.71
S.D. of dependent	0.43
Sum of squared resid	5.56
F-statistic	2.30

Données :

Series	Mean	S.D.	Max	Min
PAOBL	0.71	0.42	1.00	0.00
CROI	0.77	0.56	2.13	-0.72
AGE	2.87	0.67	3.85	1.60

	Mean		Mean		Mean
ASS	0.058	CSM	0.14	INV	0.11
BQ	0.078	ENG	0.23	TRP	0.17
IMM	0.058	INT	0.05		

Période 1901-1913

variable expliquée : PAOBL
Nombre d'observations : 97

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	-0.042	-0.12
CROI	-0.053	-0.81
AGEF	0.034	0.47
KI	-0.008	-0.20
PAOBKI	0.260	1.37
BQ	0.047	0.21
IMM	0.952	2.36
TRA	0.611	2.63
DK	0.866	2.13
DEA	0.924	3.31
DEL	0.463	1.79
MEL	0.491	1.52
AEL	0.460	1.34
TXT	-0.027	-0.06
GAZ	0.557	2.36
SID	0.411	1.93
MET	0.235	0.97
HLL	0.743	3.20
CHI	0.211	0.84
TTR	0.567	1.70
TMR	0.726	2.48
ALM	-0.088	-0.26
CAR	-0.007	-0.01
GMG	0.423	1.30
IMP	0.234	0.78
DME	0.097	0.33
DIV	0.385	1.35

R-squared	0.48
Adjusted R-squared	0.28
S.E. of regression	0.35
Durbin-Watson stat	2.60
Log likelihood	-21
Mean of dependent	0.42
S.D. of dependent	0.42
Sum of squared resid	8.77
F-statistic	2.44

Données :

Series	Mean	S.D.	Max.	Min.
PAOBL	0.418	0.41	1.00	0.00
CROI	1.236	0.67	3.83	-0.78
AGE	2.708	0.77	4.34	1.60
AGEF	3.177	0.67	4.34	1.79
KI	2.835	1.25	5.38	0.00
PAOBKI	0.199	0.25	1.00	0.00

Var	Mean	Var	Mean	Var	Mean
ASS	0.041	MEL	0.020	TTR	0.020
BQ	0.092	AEL	0.020	TMR	0.030
IMM	0.010	TXT	0.010	ALM	0.020
TRA	0.082	GAZ	0.082	CAR	0.010
DK	0.010	SID	0.113	GMG	0.020
EAM	0.000	MET	0.103	IMP	0.030
DEA	0.030	HLL	0.061	DME	0.030
DEL	0.061	CHI	0.061	DIV	0.030

Tableau 4.5 (suite) : période 1913-1928

Variable expliquée : PAOBL
Nombre d'observations : 213

VARIABLE	COEFF	T-STAT.
C	0.373	2.29
CROI	-0.035	-1.49
AGEF	-0.087	-2.29
KI	0.038	2.16
PAOBKI	0.250	2.33
BQ	-0.211	-2.04
IMM	-0.148	-0.93
TRA	0.457	3.81
DK	0.725	2.52
EAM	0.088	0.49
DEL	0.060	0.62
MEL	0.011	0.07
AEL	0.130	0.74
TXT	0.006	0.04
GAZ	0.082	0.75
SID	0.096	0.99
MET	0.128	1.33
HLL	0.021	0.19
CHI	-0.072	-0.68
TTR	0.210	1.34
TMR	0.112	0.88
ALM	0.192	1.68
CAR	0.051	0.36
GMG	-0.017	-0.12
IMP	-0.160	-1.10
DME	-0.004	-0.03
DIV	-0.055	-0.50

R-squared	0.36
Adjusted R-squared	0.27
S.E. of regression	0.27
Durbin-Watson stat	2.27
Log likelihood	-12.9
Mean of dependent	0.25
S.D. of dependent	0.32
Sum of squared resid	14.0
F-statistic	4.07

Données :

Series	Mean	S.D.	Max .	Min.
PAOBL	0.258	0.32	1.00	0.00
CROI	0.938	0.95	3.79	-1.63
AGE	3.160	0.63	4.51	1.94
AGEF	3.424	0.56	4.61	1.94
KI	3.237	1.26	6.72	-0.77
PAOBKI	0.177	0.21	0.83	0.00

	Mean		Mean		Mean
ASS	0.051	AEL	0.014	TMR	0.032
BQ	0.075	TXT	0.018	ALM	0.042
IMM	0.018	GAZ	0.056	CAR	0.023
TRA	0.046	SID	0.089	GMG	0.023
DK	0.004	MET	0.084	IMP	0.023
EAM	0.014	HLL	0.061	DME	0.028
DEL	0.122	CHI	0.056	DIV	0.051
MEL	0.018	TTR	0.018		

Période 1928-1936

variable expliquée : PAOBL
Nombre d'observations : 307

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	0.283	2.11
CROI	0.040	1.27
AGE	-0.084	-2.85
KI	0.033	1.68
PAOBKI	0.396	2.66
BQ	-0.044	-0.35
IMM	0.068	0.39
TRA	0.410	2.36
DK	-0.128	-0.32
EAM	-0.155	-0.39
DEL	0.167	1.81
MEL	0.212	1.14
AEL	0.142	0.82
TXT	0.220	1.45
GAZ	0.146	0.85
SID	0.349	3.04
MET	0.087	0.82
HLL	-0.019	-0.15
CHI	0.081	0.73
TTR	0.421	2.04
TMR	0.408	2.60
ALM	0.281	2.36
CAR	0.186	1.26
GMG	0.480	3.53
IMP	0.274	1.89
DME	0.172	1.30
DIV	0.167	1.50

R-squared	0.20
Adjusted R-squared	0.13
S.E. of regression	0.39
Durbin-Watson stat	2.15
Log likelihood	-129
Mean of dependent	0.40
S.D. of dependent	0.41
Sum of squared resid	41.8
F-statistic	2.73

Données

Series	Mean	S.D.	Max.	Min..
PAOBL	0.399	0.41	1.00	0.00
CROI	-0.190	0.84	2.70	-3.82
AGE	2.850	0.88	4.63	1.38
AGEF	3.438	0.67	4.72	1.60
KI	4.644	1.33	8.07	1.00
PAOBKI	0.119	0.16	0.92	0.00

	Mean		Mean		Mean
ASS	0.081	AEL	0.019	TTR	0.013
BQ	0.045	TXT	0.032	TMR	0.026
IMM	0.019	GAZ	0.019	ALM	0.055
TRA	0.019	SID	0.061	CAR	0.029
DK	0.003	MET	0.078	GMG	0.035
EAM	0.003	HLL	0.048	IMP	0.029
DEA	0.009	MMT	0.016	DME	0.039
DEL	0.149	PET	0.013	DIV	0.068
MEL	0.016	CHI	0.065		

III. B. 2. b. Résultats

Contrairement à la thèse qui soutient l'importance des contraintes d'endettement maximal, l'endettement initial n'a aucun effet négatif sur les émissions obligataires ; il les favorise même, au moins après 1914. Ce résultat est significatif, très robuste aux différentes spécifications tentées, et confirmé quand on utilise la dette rapportée au capital nominal (même si les coefficients trouvés dans ce cas sont moins significatifs). Sauf peut-être avant 1900, les entreprises cotées n'ont donc pas souffert de limitations quantitatives à l'endettement.

Les effets de la croissance sont (sauf dans les années 1930) défavorables à l'endettement et plutôt favorables à l'émission d'actions, en opposition avec l'idée selon laquelle la croissance soulagerait les contraintes d'endettement. Cependant, les coefficients trouvés sont dans ce cas peu significatifs.

Les grandes entreprises ont durant presque toutes les périodes un accès plus important au financement obligataire. La disparition de cet effet entre 1901 et 1913 résulte probablement de la priorité dont elles ont alors bénéficié dans la reprise des émissions d'actions, ce dont les plus petites sociétés ont dû bénéficier temporairement sur le marché des obligations. Avant 1914, cette domination du financement obligataire chez les grandes entreprises est renforcé par l'effet positif de l'âge[70] sur la part des obligations (la corrélation fréquente des deux expliquant sans doute pourquoi l'effet de l'âge est non significatif).

De même, les seuls secteurs qui se financent significativement plus que la moyenne par émission d'obligations avant 1914 sont les transports, l'énergie, l'immobilier et la sidérurgie[71]. Aucun secteur industriel ne s'y rattache alors, sans doute du fait d'un risque excessif aux yeux des obligataires. Après la guerre, la situation change puisque si les anciens secteurs (à l'exception de l'immobilier) restent privilégiés, l'endettement est désormais accessible à la fois à des sociétés jeunes et à des secteurs industriels, y compris (surtout après 1928) de biens de consommation. Le renouvellement de la cote a donc changé les conditions du choix entre les moyens de financement externe.

[70] Comme ci-dessus, on a utilisé soit la durée d'inscription à la cote, soit l'âge, qui sont fortement corrélés entre eux. Nous n'avons indiqué que celui des deux qui donnait le résultat le plus significatif.

[71] Les régressions présentées considèrent comme référence le secteur des assurances, particulièrement hostile au financement obligataire. On l'a choisi car il est un des seuls dont le comportement soit stable durant notre période. On doit lire les tableaux en conséquence.

III. B. 2. c. Vérification et explication

L'analyse économétrique que nous venons d'effectuer repose sur des spécifications linéaires, et risque donc de prendre mal en compte les effets de seuil que sont les contraintes d'endettement. Nous avons donc examiné directement les taux d'endettement des différents secteurs (tableau 4.6).

Tableau 4.6 : deux indicateurs sectoriels de l'endettement

	Endettement sectoriel moyen					Proportion d'endettements >1				
Secteur	1891	1901	1913	1928	1936	1891	1901	1913	1928	1936
Assurances	0	0,01	0	0,01	0,01	0	0	0	0	0
Banques	0	0	0,03	0,03	0,30	0	0	0	0	0,08
Soc. fonc.et immob	**0,87**	**2,00**	**0,86**	0,34	**1,46**	**0,20**	0,17	0,18	0,11	**0,24**
Tramways	**2,18**	**0,80**	**0,91**	**0,52**	0,48	**0,50**	0,13	**0,24**	0,14	0,08
Docks et ports	**0,71**	**4,35**	**0,55**	0,11	0,18	**0,29**	**0,60**	0,17	0	0
Eaux minérales	**0,55**	**1,74**	**1,35**	0,13	0,15	**0,50**	**0,25**	**0,40**	0	0
Distribution d'eau	**0,55**	**0,60**	**0,53**	**0,58**	0,24	0	**0,25**	0	**0,33**	0
Distrib. d'électricité	0,20	**1,24**	**0,74**	0,17	**0,65**	0	**0,25**	**0,29**	0,02	0,17
Matériel électrique	0	0,20	0,19	0,16	0,38	0	0	0	0	0,15
Divers électriques	**0,70**	0,38	0,27	0,18	**0,53**	0	0	0	0	0,11
Textile	0,05	0,07	0,04	0,14	**0,80**	0	0	0	0,04	**0,27**
Gaz	**0,64**	**1,02**	0,47	0,28	0,24	**0,23**	**0,25**	0,07	0,06	0,06
Sidérurgie	0,02	**0,82**	0,21	0,28	**1,16**	0	0,12	0	0	**0,38**
Mécanique	0,20	**0,61**	0,29	**0,58**	**0,60**	0,10	**0,31**	0,05	0,17	**0,21**
Houillères	0,13	0,03	0,07	0,08	0,13	0,07	0	0	0,04	0,04
Mines métalliques	0	0	0,06	0,15	**0,55**	0	0	0	0	**0,20**
Pétrole	nd	nd	0,20	0,05	**0,58**	nd	nd	0	0	**0,33**
Chimie	**0,52**	0,20	0,24	0,11	0,28	**0,33**	0	0,05	0,03	0,05
Transports terrestres	**1,98**	**2,41**	**0,50**	0,07	**1,01**	**0,67**	**0,50**	0,17	0	0,08
Transports marit.	0,30	**0,69**	**1,44**	**1,77**	**3,41**	0,09	0,10	**0,44**	0,21	**0,60**
Alimentation	0,16	0,26	0,15	0,10	**0,60**	0	0,07	0	0,02	0,15
Carrières et ciments	0	0,19	0,23	0,11	**0,75**	0	0	0	0	**0,25**
Grands magasins	0	0,10	0,13	0,10	**0,62**	0	0	0	0	**0,26**
Imprim. et papet.	0,13	0,20	0,20	0,15	**0,63**	0	0,09	0,09	0	**0,27**
Divers non méca.	**1,64**	**1,41**	0,20	0,12	**0,72**	**0,33**	**0,20**	0,10	0	0,15
Divers mécaniques	**1,53**	0,15	0,16	0,14	**0,63**	**0,50**	0	0	0	0,19
Total	0,37	**0,62**	0,34	0,21	**0,58**	0,11	0,11	0,09	0,03	0,15

Légende : le taux moyen d'endettement est la moyenne non pondérée des taux d'endettement des sociétés composant chaque secteur. Le taux d'endettement est défini par le rapport de la valeur de marché de la dette à celle des actions et parts de fondateurs (titres non cotés inclus). Pour le calcul des moyennes, les taux d'endettement (peu nombreux) supérieurs à 10 ont été comptés pour 10. (ceci afin d'éviter d'accorder un poids démesuré à quelques sociétés en difficultés) Sont indiqués en gras les secteurs dont l'endettement moyen dépasse 0,5, ou dont la proportion de sociétés dont l'endettement dépasse 1 est supérieure à 20%.

Leur analyse confirme pleinement les conclusions proposées ci-dessus. D'une part, nombre de secteurs sont trop faiblement endettés pour avoir

souffert d'une contrainte d'endettement. Surtout, pour chaque période, les secteurs initialement les plus endettés sont ceux là même qui apparaissent dans les estimations ci-dessus comme recourant (toutes choses égales par ailleurs) plus que les autres aux émissions d'obligations. Leur fort endettement n'est donc aucunement un frein au financement obligataire.

Ces secteurs sont à forte intensité capitalistique (ce qui leur impose un fort recours au marché financier). Ils détiennent presque toujours des actifs utilisables hors de la société particulière les ayant acquis (concessions de service public d'eau, de gaz ou d'électricité, navires, véhicules ou installations portuaires). Ce sont aussi pour la plupart des secteurs anciens, dont les risques sont connus des épargnants, et dont les activités donnent souvent une notoriété importante auprès du large public susceptible d'acheter des obligations. Enfin, certaines de leurs activités sont telles que l'État ne peut se désintéresser de leur situation, ce qui peut limiter les profits mais fournit aussi une garantie implicite.

L'importance de ces caractéristiques sectorielles dans les choix de financement, comme l'effet positif de l'endettement initial sur les émissions d'obligations, incitent à suggérer l'idée d'un habitat préféré en matière de financement. On a cherché à vérifier cette explication en ajoutant pour chaque période aux indicateurs utilisés dans la régression précédente, la part du financement obligataire dans le financement au cours de la période antérieure (1891-1901 pour 1901-1913, etc.). Les résultats sont présentés dans le tableau 4.7.

Avant 1914, les formes de financement passées sont largement reconduites. Après cette date, s'il n'y a pas de rupture, on ne peut pas non plus affirmer nettement que les entreprises adoptent des comportements financiers de manière durable indépendamment des caractéristiques que nous leur connaissons. On remarque en outre qu'entre 1901 et 1913 ou 1913 et 1928, les échantillons de sociétés relativement anciennes observés (elles doivent être présentes à la cote au début de la période antérieure) présentent de manière plus accentuée que dans les échantillons du tableau 4.4 les effets défavorables sur l'endettement des secteurs de petites entreprises risquées (biens d'investissement et surtout biens de consommation) que nous avions notés ci-dessus. Ces comportements disparaissent après 1928, ce qui montre à nouveau le renouvellement qui a eu lieu dans les années 1920 avec l'élargissement de la cote. On peut penser qu'avec ce renouvellement, la stabilité de la politique financière qui caractérise les sociétés les plus anciennes tend à disparaître.

Tableau 4.7 : effet des émissions d'obligations de la période antérieure

Période 1901-1913

Variable expliquée : PAOBL

condition:PAOBA >= 0
Nombre d'observations: 46

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	0.550	1.186
PAOBA	0.471	3.598
CROI	0.005	0.056
AGEF	-0.118	-1.203
KI	0.018	0.440
BQ	-0.209	-1.288
CSM	-0.507	-2.820
ENG	0.070	0.457
INT	0.273	1.476
INV	0.014	0.091
TRP	0.220	1.395

R-squared	0.71
Adjusted R-squared	0.63
S.E. of regression	0.25
Durbin-Watson stat	1.12
Log likelihood	4.84
Mean of dependent	0.45
S.D. of dependent	0.41
Sum of squared resi	2.18
F-statistic	8.78

Données

Ser.	Mean	S.D.	Max	Min
PAOBL	0.45	0.41	1.0	0.0
PAOBA	0.57	0.45	1.0	0.0
CROI	1.21	0.47	2.44	0.2
AGEF	3.60	0.41	4.34	2.8
KI	3.35	1.10	5.38	1.1

Var	Mean	Var	Mean
BQ	0.152	ENG	0.22
CSM	0.108	INT	0.09
INV	0.17	TRP	0.15

Légende : *cf.* les légendes des tableaux 4.3 et 4.5.
PAOBA est la part des obligations dans le financement externe de la période antérieure (mesurée comme PAOBL)

Période 1913-1928

Variable expliquée : PAOBL

condition:PAOBA >= 0
Nombre d'observations: 83

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	0.849	2.786
PAOBA	0.059	0.734
CROI	-0.054	-1.481
AGEF	-0.165	-2.329
KI	0.014	0.548
BQ	-0.248	-1.524
CSM	-0.088	-0.571
ENE	-0.086	-0.609
INT	-0.074	-0.474
INV	0.027	0.200
TRP	0.419	2.670

R-squared	0.50
Adjusted R-squared	0.43
S.E. of regression	0.25
Durbin-Watson stat	1.26
Log likelihood	3.46
Mean of dependent	0.29
S.D. of dependent	0.33
Sum of squared res	4.47
F-statistic	7.07

Données

Ser	Mean	S.D.	Max	Min
PAOBL	0.29	0.33	1.0	0.0
PAOBA	0.43	0.42	1.0	0.0
CROI	0.80	0.90	2.9	-1.1
AGEF	3.67	0.40	4.5	3
KI	3.60	1.12	6.1	0.8

Var	Mean	Var	Mean
ASS	0.024	ENG	0.24
BQ	0.072	INT	0.10
CSM	0.108	INV	0.28
TRP	0.16		

Période 1928-1936

Variable expliquée : PAOBL

condition:PAOBA >= 0
Nombre d'observations: 128

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	-0.206	-0.599
PAOBA	0.066	0.546
CROI	0.068	1.333
AGE	0.017	0.208
KI	0.066	2.532
BQ	-0.257	-1.468
CSM	0.236	1.864
ENG	0.054	0.451
INT	0.176	1.240
INV	0.204	1.559
TRP	0.431	2.745

R-squared	0.18
Adjusted R-squared	0.11
S.E. of regression	0.38
Durbin-Watson stat	2.61
Log likelihood	-51.8
Mean of dependent	0.34
S.D. of dependent	0.40
Sum of squared resi	16.8
F-statistic	2.49

Données

Ser	Mean	S.D.	Max	Min.
PAOBL	0.35	0.40	1.0	0.0
PAOBA	0.28	0.30	1.0	0.0
CROI	-0.08	0.69	1.6	-2.8
AGE	3.57	0.42	4.6	2.9
KI	5.02	1.39	8.07	1.0

Var	Mean	Var	Mean
ASS	0.054	ENG	0.27
BQ	0.062	INT	0.12
CSM	0.18	INV	0.18
TRP	0.09		

Conclusion

La théorie financière néoclassique met l'arbitrage fiscal au centre des choix de modes de financement des entreprises. Les études antérieures à la nôtre l'ont confirmée en concluant à une influence décisive et évidente de la fiscalité sur les choix de financement.

Nos observations conduisent à un résultat sensiblement différent. En effet, l'autofinancement diminue après 1914 alors qu'apparaît une fiscalité le favorisant, et les actions prennent alors la première place dans le financement externe malgré une fiscalité qui les pénalise.

Certes, une observation tenant compte des autres influences s'exerçant sur le financement montre que la fiscalité a en réalité un effet significatif, au moins dans le choix du meilleur moyen de financement externe. Mais la difficulté qu'il y a à mettre cet effet en lumière reflète l'importance de considérations que la théorie financière néoclassique néglige, considérations qui s'avèrent dominantes durant notre période.

Parmi ces influences, la croissance joue un rôle important dès la période antérieure à 1914. Elle favorise le financement externe, ce qui peut s'expliquer par l'épuisement des ressources d'autofinancement comme par l'idée keynésienne que seuls des espoirs de croissance justifient le recours à des formes de financement moins stables que l'autofinancement. Son influence plutôt favorable aux émissions d'actions est plus difficile à expliquer, car elle ne devrait prendre de l'ampleur qu'une fois atteintes les limites de l'endettement supportable et maximisé le gain fiscal de l'endettement, ce qui n'est pas le cas. L'explication keynésienne n'est ici pas plus satisfaisante puisqu'elle prévoit au contraire que la croissance impose un recours accru à l'endettement, en contrant la préférence supposée des entreprises pour le financement plus stable qu'est l'augmentation de capital.

Alors que le choix entre financement interne et externe impose de sortir de la théorie néoclassique, le choix entre actions et obligations n'est que mal expliqué par ces deux théories. Deux solutions peuvent être avancées. La première repose sur l'importance des spécificités des différents secteurs (voire des sociétés prises individuellement) dans les choix de financement. Elle ouvre la voie à des analyses plus détaillées à ces niveaux, et renvoie pour leur intégration à l'analyse du renouvellement de la cote menée au chapitre 2. Son

inconvénient est de renoncer à une explication d'ensemble des décisions financières des entreprises.

La seconde, et à nos yeux la principale, raison de l'insuffisance des théories financières habituelles est plutôt l'existence d'effets importants des coûts relatifs des moyens de financement externe, tels qu'ils sont mesurables à tout moment sur le marché secondaire.

Le poids de ces effets pourrait signifier une irrationalité des marchés financiers, où les agents laisseraient échapper des occasions objectives de gains d'arbitrage. Deux autres explications nous semblent cependant devoir être envisagées auparavant. La première souligne les différences d'intérêt entre dirigeants et actionnaires, à la suite de la théorie des mandats. Elle présente l'avantage de permettre de comprendre également la différenciation entre sociétés des formes de financement. Nous l'examinerons au chapitre 5.

La seconde insiste plutôt sur le poids de la conjoncture macro-économique, particulièrement heurtée dans l'entre-deux-guerres, et des transformations institutionnelles du système financier qui s'imposent à tous les agents. La troisième partie sera consacrée à cette question.

Annexe 4.1 : les taux d'imposition

Tableau A.4.1.1 : les impôts directs

	BIC reten.	BIC dist.	p	IRVM act.	IRVM obl.	seuil IGR	IGR marginal	IGR moyen	seuil 1936 constant	IGR.moy. seuil1936
1890	0		1	0,03	0,03		0			
1891	0		1	0,04	0,04		0			
1892	0		1	0,04	0,04		0			
1893	0		1	0,04	0,04		0			
1894	0		1	0,04	0,04		0			
1895	0		1	0,04	0,04		0			
1896	0		1	0,04	0,04		0			
1897	0		1	0,04	0,04		0			
1898	0		1	0,04	0,04		0			
1899	0		1	0,04	0,04		0			
1900	0		1	0,04	0,04		0			
1901	0		1	0,04	0,04		0			
1902	0		1	0,04	0,04		0			
1903	0		1	0,04	0,04		0			
1904	0		1	0,04	0,04		0			
1905	0		1	0,04	0,04		0			
1906	0		1	0,04	0,04		0			
1907	0		1	0,04	0,04		0			
1908	0		1	0,04	0,04		0			
1909	0		1	0,04	0,04		0			
1910	0		1	0,04	0,04		0			
1911	0		1	0,04	0,04		0			
1912	0		1	0,04	0,04		0			
1913	0	0	1	0,04	0,04		0	0		0
1914	0	0	1	0,04	0,04	29	0,018	0,0062	290	0,017
1915	0	0	1	0,04	0,04	29	0,018	0,0062	345	0,017
1916	0	0	1	0,04	0,04	29	0,018	0,0062	389	0,0171
1917	0	0	1	0,05	0,05	150	0,1	0,0606	464	0,0873
1918	0	0	1	0,05	0,05	554	0,2	0,146	600	0,15
1919	0	0	1	0,05	0,05	554	0,2	0,146	751	0,16
1920	0	0	1	0,1	0,1	557	0,5	0,3	1035	0,392
1921	0,08	0,08	1	0,1	0,1	557	0,5	0,3	905	0,377
1922	0,08	0,08	1	0,1	0,1	557	0,5	0,3	870	0,372
1923	0,08	0,08	1	0,1	0,1	557	0,6	0,36	966	0,462
1924	0,096	0,096	1	0,12	0,12	557	0,6	0,36	1102	0,479
1925	0,096	0,096	1	0,12	0,12	550	0,6	0,36	1180	0,488
1926	0,2	0,2	1	0,18	0,18	559	0,3	0,179	1537	0,256
1927	0,15	0,15	1	0,18	0,18	559	0,3	0,179	1604	0,258
1928	0,15	0,15	1	0,18	0,18	559	0,333	0,195	1601	0,285
1929	0,15	0,15	1	0,18	0,18	564	0,333	0,192	1699	0,286
1930	0,15	0,15	1	0,16	0,16	564	0,333	0,192	1711	0,287
1931	0,15	0,15	1	0,16	0,16	564	0,333	0,192	1644	0,285
1932	0,15	0,15	1	0,16	0,16	564	0,333	0,192	1499	0,28
1933	0,15	0,15	1	0,17	0,17	564	0,363	0,211	1450	0,304
1934	0,15	0,15	1	0,17	0,17	565	0,333	0,191	1389	0,275
1935	0,12	0,12	1	0,24	0,24	565	0,36	0,188	1273	0,284
1936	0,16	0,12	1,048	0,18	0,18	1332	0,4	0,267	1366	0,271
1937	0,18	0,14	1,049	0,24	0,24	1332	0,48	0,321	1720	0,357
1938	0,2232	0,18	1,056	0,26	0,26	1332	0,528	0,353	1952	0,409
1939	0,2232	0,18	1,056	0,27	0,135	1332	0,533	0,356	2079	0,42

Légende : tous les taux sont des moyennes annuelles (pondérées par leur durée de validité). On fournit le taux de l'impôt sur les BIC retenus et distribués ; la variable p définie dans le texte ; les taux de l'IRVM sur les actions et les obligations au porteur ; le seuil de la tranche la plus élevée de l'IGR (en milliers de francs), le taux de l'IGR de cettte tranche, le taux moyen de l'IGR pour un revenu situé au

seuil de cette tranche, l'équivalent chaque année du pouvoir d'achat du seuil de la tranche maximale de 1936 et le taux moyen de l'IGR pour un revenu égal à ce montant.

Tableau A.4.1.2 : les droits d'enregistrement

	dr. de transmission		droit de	droit de	opé.Bourse	courtage	courtage	timbre
	nominat.	porteur	conversion	formation	actions	actions	oblig.	annuel
1890	0,5	0,2	0,5	0,1	0,005	0,125	0,125	0,06
1891	0,5	0,2	0,5	0,1	0,005	0,125	0,125	0,06
1892	0,5	0,2	0,5	0,1	0,005	0,125	0,125	0,06
1893	0,5	0,2	0,5	0,166667	0,005	0,125	0,125	0,06
1894	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,125	0,125	0,06
1895	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,125	0,125	0,06
1896	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,125	0,125	0,06
1897	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,125	0,125	0,06
1898	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1899	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1900	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1901	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1902	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1903	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1904	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1905	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1906	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1907	0,5	0,2	0,5	0,2	0,005	0,1	0,1	0,06
1908	0,5	0,2	0,5	0,2	0,01	0,1	0,1	0,06
1909	0,75	0,25	0,75	0,25	0,01	0,1	0,1	0,06
1910	0,75	0,25	0,75	0,25	0,01	0,1	0,1	0,06
1911	0,75	0,25	0,75	0,25	0,01	0,1	0,1	0,06
1912	0,75	0,25	0,75	0,25	0,01	0,1	0,1	0,06
1913	0,75	0,25	0,75	0,25	0,01	0,1	0,1	0,06
1914	0,8625	0,2875	0,8625	0,25	0,01375	0,1	0,1	0,0825
1915	0,9	0,3	0,9	0,25	0,015	0,1	0,1	0,09
1916	0,9	0,3	0,9	0,25	0,015	0,142	0,142	0,09
1917	0,9	0,3	0,9	0,25	0,015	0,2	0,2	0,09
1918	0,9	0,3	0,9	0,25	0,015	0,2	0,2	0,09
1919	0,9	0,3	0,9	0,25	0,015	0,2333	0,2333	0,09
1920	0,9	0,4	1,45	0,25	0,0225	0,3	0,3	0,095
1921	0,9	0,5	2	0,25	0,03	0,3	0,3	0,1
1922	0,9	0,5	2	0,25	0,03	0,3	0,3	0,1
1923	0,9	0,55	2	0,25	0,03	0,3	0,3	0,1
1924	1,035	0,69	2,3	0,25	0,045	0,3	0,3	0,115
1925	1,08	0,815	2,4	1,625	0,055	0,3	0,3	0,12
1926	1,08	0,6983	2,4	3	0,09	0,3	0,3	0,18
1927	0,8	0,5	0,8	3	0,1	0,3	0,3	0,2
1928	0,8	0,5	0,8	3	0,1	0,3	0,3	0,2
1929	0,8	0,5	0,8	3	0,1	0,3	0,3	0,2
1930	0,4134	0,3	0,5467	3	0,1	0,3	0,3	0,067
1931	0,3	0,25	0,5	3	0,1	0,3	0,3	0,05
1932	0,3	0,25	0,5	3	0,1	0,3	0,3	0,05
1933	0,3	0,2917	0,5	3	0,1	0,3	0,3	0,05
1934	0,55	0,3	0,375	3	0,1	0,3	0,3	0,125
1935	0,55	0,3	0	3	0,1	0,3	0,3	0,125
1936	0,55	0,3	0	3	0,1	0,3	0,3	0,125
1937	0,575	0,35	0	3	0,1	0,3	0,3	0,1625
1938	0,6334	0,4213	0	3,146	0,10625	0,3	0,3	0,2107
1939	0,65	0,432	0	3,25	0,11	0,3	0,3	0,216

Légende : tous les droits sont en pourcentage ; pour le timbre, on a indiqué le taux de l'abonnement annuel et non le taux global (20 fois supérieur). L'impôt sur les opérations de Bourse est indiqué pour les

opérations au comptant portant sur les valeurs françaises autres que la rente. Les courtages sont ceux de la Compagnie des agents de change sur les opérations au comptant .

Tableau A.4.1.3 : les droits de succession

	seuil	Hypothèse 1		Hypothèse 2		Hypothèse 3		Hypothèse 4	
	constant	tx moy.	tx marg.	tx moy.	tx marg.	tx moy.	tx marg.	tx moy.	tx marg.
1890	25,52	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1891	25,99	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1892	24,87	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1893	24,37	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1894	25,13	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1895	24,73	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1896	24,43	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1897	24,20	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1898	24,51	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1899	24,26	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1900	24,43	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
1901	23,47	1,24	1,50	1,65	2,00	2,36	2,50	2,49	1,25
1902	23,19	1,24	1,50	1,65	2,00	2,43	3,00	3,71	4,50
1903	24,54	1,26	1,50	1,67	2,00	2,46	3,00	3,75	4,50
1904	24,17	1,25	1,50	1,66	2,00	2,45	3,00	3,74	4,50
1905	23,42	1,24	1,50	1,65	2,00	2,43	3,00	3,72	4,50
1906	23,22	1,24	1,50	1,65	2,00	2,43	3,00	3,71	4,50
1907	24,45	1,25	1,50	1,67	2,00	2,46	3,00	3,75	4,50
1908	24,79	1,26	1,50	1,67	2,00	2,46	3,00	3,76	4,50
1909	24,62	1,26	1,50	1,67	2,00	2,46	3,00	3,76	4,50
1910	25,27	1,53	2,00	2,36	3,00	3,74	4,50	5,25	6,00
1911	27,82	1,57	2,00	2,42	3,00	3,81	4,50	5,32	6,00
1912	28,43	1,58	2,00	2,43	3,00	3,83	4,50	5,33	6,00
1913	28,01	1,57	2,00	2,42	3,00	3,82	4,50	5,32	6,00
1914	28,01	1,57	2,00	2,42	3,00	3,82	4,50	5,32	6,00
1915	33,33	1,64	2,00	2,51	3,00	3,93	4,50	5,43	6,00
1916	37,54	1,68	2,00	2,57	3,00	3,99	4,50	5,50	6,00
1917	44,82	1,73	2,00	2,64	3,00	4,13	4,50	5,58	6,00
1918	57,98	4,05	5,00	7,29	9,50	11,88	14,00	15,75	17,00
1919	72,60	4,24	5,00	7,74	9,50	12,31	14,00	16,00	17,00
1920	100,00	4,45	6,50	8,72	13,00	16,35	21,25	22,73	27,00
1921	87,40	4,37	5,00	8,50	10,25	16,04	18,50	22,55	24,00
1922	84,00	4,30	5,00	8,43	10,25	15,94	18,50	22,49	24,00
1923	93,20	4,41	5,00	8,61	10,25	16,19	18,50	22,64	24,00
1924	106,40	4,54	6,50	8,62	13,00	16,64	21,25	22,99	27,00
1925	114,00	4,64	6,50	9,25	13,00	16,95	21,25	23,26	27,00
1926	148,40	5,64	7,00	10,62	13,50	16,52	18,75	20,54	22,50
1927	154,80	5,70	7,00	10,74	13,50	16,62	18,75	20,62	22,50
1928	154,60	5,70	7,00	10,73	13,50	16,61	18,75	20,62	22,50
1929	164,20	5,78	7,00	10,90	13,50	16,74	18,75	20,73	22,50
1930	165,20	4,78	5,75	10,91	13,50	16,75	18,75	20,74	22,50
1931	158,80	4,74	5,75	10,81	13,50	16,67	18,75	20,67	22,50
1932	144,80	4,64	5,75	10,55	13,50	16,47	18,75	20,49	22,50
1933	140,00	4,60	5,75	10,45	13,50	16,39	18,75	20,42	22,50
1934	134,20	4,55	5,75	10,31	13,50	16,29	18,75	20,34	22,50
1935	123,00	4,45	5,75	10,02	13,50	16,06	18,75	20,14	22,50
1936	132,00	4,53	5,75	10,26	13,50	16,25	18,75	20,30	22,50
1937	166,20	3,15	4,50	9,07	13,00	18,36	22,00	25,00	25,00
1938	188,60	3,57	4,86	10,30	14,04	20,29	23,76	25,00	25,00
1939	200,80	4,92	8,64	13,43	22,68	25,00	25,00	25,00	25,00

Légende : On a estimé (en pourcentage) les taux moyens et marginaux des droits applicables à des successions de différents montants mis en francs constants sur toute la période. Les montants sont des multiples du seuil constant indiqué dans la première colonne (en milliers de francs 1920). Les quatre hypothèses utilisées sont (en francs 1920) des successions de 100000 francs (hypothèse 1), 1 million (hypothèse 2), 10 millions (hypothèse 3) et 100 millions (hypothèse 4). On suppose ces successions réparties entre deux enfants non célibataires. Les abattements à la base sont inclus dans le seuil. On a tenu compte de la taxe successorale et des majorations éventuelles. Les taux sont calculés sur chaque part. Il n'est pas tenu compte du plafonnement éventuel des droits mais seulement du barème.

Annexe 4.2 : calcul d'un taux actuel d'imposition équivalent à l'impôt sur les successions

Nous avons utilisé les hypothèses suivantes :

- Tous les titres sont possédés par des personnes et non par des sociétés. Cette hypothèse conduit à minorer la taxation des plus-values puisque l'administration fiscale prétend les imposer comme des bénéfices ordinaires quand elles sont réalisées par des sociétés.

- Au sein des mutations à titre gratuit, les successions de parents à enfants dominent suffisamment pour déterminer les comportements. Cette hypothèse minore aussi l'imposition des successions apparente.

On considère que ces minoration compensent la fraude et les possibilités d'échapper aux droits de succession grâce à des donations qui existent jusqu'à 1942, deux éléments que nous ne pouvons mesurer.

- Les épargnants cherchent à maximiser la valeur de leur fortune nette des droits de succession, c'est-à-dire maximisent l'utilité de leur famille et non la leur seule. Cette hypothèse est désormais reconnue dans les travaux sur les transmissions intergénérationnelles de patrimoine.

- Le choix entre une imposition des revenus du capital (en particulier des dividendes) et une imposition des plus-values lors de la succession n'est pas influencé par les possibilités relatives de frauder ces deux impôts. Il est difficile d'évaluer la validité de cette hypothèse.

- L'épargnant anticipe le maintien des taux d'imposition du moment, hypothèse certainement valable durant la période de stabilité du système fiscal antérieure à 1914.

Nous considérerons que la population d'épargnants est constituée d'individus d'âges différents dont il meurt chaque année une proportion k. Donc, la probabilité qu'une plus-value apparue en cours d'année sur un portefeuille soit taxée la première année vaut k, en deuxième année k (1 - k), en $n^{ème}$ année k $(1 - k)^n$. Le délai moyen entre achat et mort peut alors être calculé comme n = (1 - k) / k, et la valeur actuelle de cette imposition aléatoire est :

$t_a = t_s \, k \, (1+r)/(k+r)$

Pour estimer la valeur de n, nous avons supposé une période n de transmission intergénérationnelle moyenne anticipée, égale pour toutes les successions ouvertes une même année (équivalente à une probabilité k de décès). Pour la calculer, il convenait d'estimer l'espérance de vie moyenne anticipée lors de l'acquisition d'un titre moyen. Nous ne pouvions pas ne tenir compte que de l'écart intergénérationnel à la naissance[72], car cela aurait impliqué de supposer non seulement que l'ensemble de la fortune mobilière était héritée (alors qu'une part importante était certainement constituée en cours de vie active), mais qu'aucun arbitrage n'était réalisé dessus. Il nous semble raisonnable de considérer au plus un délai moyen entre acquisition et décès de 15 ans, du fait que les individus épargnent en général peu durant leur jeunesse tandis que les dernières années les voient consommer les revenus voire le capital accumulé antérieurement.

[72] L'hypothèse de la fortune héritée imposerait de considérer que l'écart intergénérationnel à la naissance était au moins de 30 ans en moyenne dans la bourgeoisie détentrice de valeurs mobilières, qu'il faudrait majorer sensiblement pour tenir compte de l'allongement de l'espérance de vie, qui augmente le délai entre décès d'environ 10 ans par rapport à l'écart entre naissances. L'espérance de vie à la naissance était de 45 ans pour les hommes en 1900 et de 58 ans environ à la veille de la deuxième guerre mondiale, soit un gain d'environ 10 ans par génération. Ceci conduirait donc à une valeur de n proche de 40.

Annexe 4.3 : indicateurs des arbitrages entre moyens de financement

	A1	A'1	B	C1	A2	A'2	C2
1890	1,005	0,967	1,003	1,025	1,005	0,967	1,025
1891	1,007	0,956	1,002	1,035	1,007	0,956	1,035
1892	1,007	0,956	1,002	1,035	1,007	0,956	1,035
1893	1,007	0,955	1,002	1,035	1,007	0,955	1,035
1894	1,007	0,955	1,002	1,035	1,007	0,955	1,035
1895	1,006	0,955	1,002	1,035	1,006	0,955	1,035
1896	1,007	0,955	1,002	1,035	1,007	0,955	1,035
1897	1,004	0,956	1,002	1,035	1,004	0,956	1,035
1898	1,005	0,956	1,002	1,035	1,005	0,956	1,035
1899	1	0,957	1,002	1,035	1	0,957	1,035
1900	0,996	0,961	1,002	1,033	0,996	0,961	1,033
1901	1,015	0,965	1,002	1,024	1,008	0,959	1,031
1902	1,021	0,968	1,002	1,021	1,01	0,958	1,031
1903	1,009	0,972	1,002	1,021	0,999	0,962	1,031
1904	1,02	0,968	1,002	1,021	1,01	0,958	1,031
1905	1,011	0,971	1,002	1,021	1,001	0,961	1,031
1906	1,01	0,972	1,002	1,021	1	0,962	1,031
1907	1,007	0,973	1,002	1,021	0,997	0,963	1,031
1908	1,005	0,974	1,002	1,021	0,994	0,964	1,031
1909	1,011	0,972	1,002	1,02	1,001	0,962	1,031
1910	1,026	0,98	1,002	1,01	1,008	0,964	1,027
1911	1,028	0,98	1,002	1,01	1,011	0,963	1,027
1912	1,016	0,984	1,002	1,01	0,998	0,967	1,027
1913	1,018	0,982	1,002	1,01	1,001	0,966	1,027
1914	1,003	0,957	1,002	1,031	0,997	0,951	1,038
1915	1,01	0,951	1,002	1,032	1,004	0,946	1,038
1916	1,009	0,95	1,002	1,033	1,004	0,945	1,038
1917	0,911	0,866	1,001	1,138	0,948	0,902	1,093
1918	0,869	0,811	1,001	1,209	0,927	0,864	1,134
1919	0,864	0,813	1,001	1,21	0,921	0,867	1,134
1920	0,548	0,5	0,993	1,954	0,757	0,69	1,416
1921	0,548	0,49	0,914	1,829	0,763	0,682	1,313
1922	0,535	0,494	0,914	1,824	0,745	0,687	1,312
1923	0,438	0,392	0,914	2,283	0,712	0,638	1,405
1924	0,433	0,387	0,894	2,268	0,702	0,628	1,397
1925	0,433	0,376	0,893	2,296	0,711	0,616	1,4
1926	0,733	0,592	0,777	1,243	0,846	0,684	1,076
1927	0,729	0,595	0,827	1,308	0,834	0,681	1,142
1928	0,709	0,573	0,829	1,361	0,829	0,67	1,163
1929	0,639	0,575	0,829	1,356	0,746	0,671	1,162
1930	0,683	0,61	0,831	1,312	0,784	0,701	1,143
1931	0,736	0,613	0,83	1,309	0,844	0,703	1,142
1932	0,654	0,605	0,83	1,325	0,757	0,7	1,145
1933	0,704	0,566	0,827	1,412	0,795	0,678	1,178
1934	0,871	0,585	0,829	1,351	0,921	0,681	1,16
1935	0,815	0,512	0,833	1,548	0,886	0,612	1,295
1936	0,859	0,544	0,855	1,5	0,954	0,677	1,205
1937	0,744	0,44	0,815	1,758	0,883	0,589	1,312
1938	0,686	0,392	0,77	1,852	0,859	0,557	1,304
1939	0,419	0,394	0,685	1,636	0,596	0,561	1,15

Légende : A est l'indicateur de fiscalité relative des actions par rapport à l'autofinancement (A' en est la version simplifiée), B celui des actions par rapport aux obligations et C celui de l'autofinancement par rapport aux obligations. Pour plus de détail, *cf.* le texte du chapitre. L'indice 1 correspond au particulier

fortuné (tranche maximale de l'IGR et fortune de 10 millions de francs 1920) ; l'indice 2 au moins riche (taux d'IGR égal à la moitié du taux maximal et fortune de 100.000 francs 1920.

Annexe 4.4 : autres exemples des effets de la fiscalité

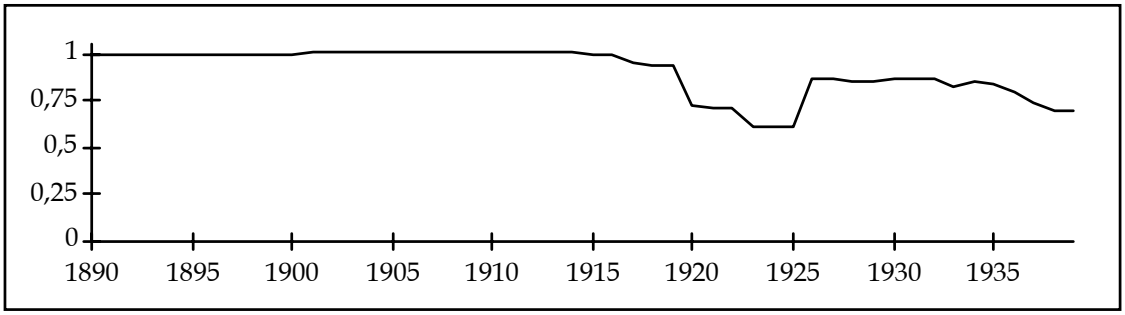
1. La distribution sociale de la détention de titres

Comme nous l'avons montré ci-dessus, le financement ne peut être neutre dans un modèle d'équilibre général où les taux d'imposition varient selon les individus. Cependant, l'introduction de contraintes réalistes permet à des effets de clientèle stables de se mettre en place (Elton & Gruber, 1970). Comme le montre King (1977, p. 116ss), si on se place dans l'hypothèse de sociétés en croissance distribuant annuellement une part substantielle de leurs profits, dès lors que pour toutes les catégories de revenu on a $z < m$, et que d'une catégorie à l'autre $j = (1 - m) / (1 - z)$ est fonction décroissante de m, les individus payant un taux plus élevé d'impôt général sur le revenu doivent valoriser davantage les actions que les autres et donc en détenir plus en proportion de leur portefeuille.

À première vue, cette prédiction du modèle est bien vérifiée durant notre période, puisque la concentration de la détention d'actions dans la population la plus riche est à tout moment considérée comme sensiblement supérieure à celle de la propriété des obligations.

Cependant, la diffusion des actions s'élargit, au moins dans les années 1920 (*cf.* chapitre 7). Or cette évolution ne semble pas justifiée par celle de la structure de la fiscalité durant notre période (graphique A.4.4.1).

Graphique A.4.4.1 : indicateur de l'incitation fiscale à la dispersion de la détention des titres



Légende : rapport des valeurs de j=(1-m)/(1-z) pour un haut et pour un moyen revenus (tels que définis dans le chapitre 4) La baisse de ce rapport signifie une incitation croissante à la concentration de la détention de titres.

Seule la dernière période (1925-39) concorde avec l'opinion des contemporains sur la diffusion des actions, tandis que la forte concentration de leur détention avant 1914 doit trouver d'autres raisons.

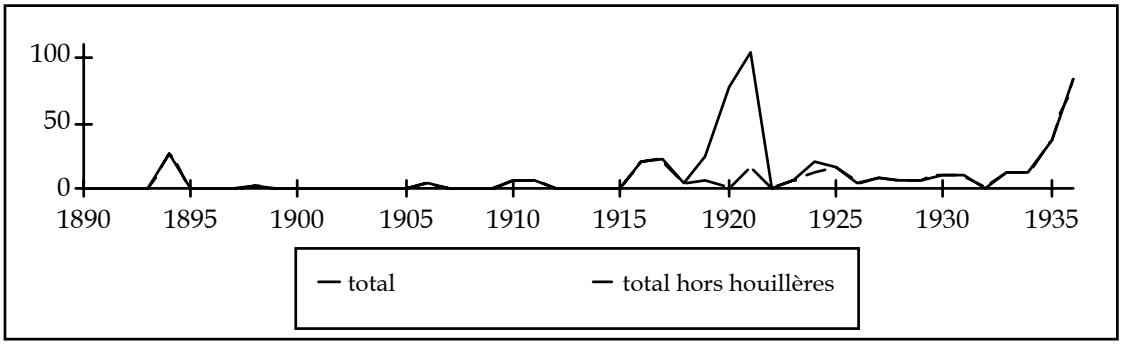
La plus faible concentration de la fortune après la première guerre mondiale (Ch. Morrisson, 1990) et la diffusion socialement plus large de l'information sur les sociétés peuvent expliquer ce paradoxe. La saturation de la capacité d'achat des catégories riches justifierait une diffusion de la propriété des actions sans rompre avec la théorie "fiscale" de la répartition des acheteurs de titres. L'élargissement de l'information sur les sociétés sera examinée au prochain chapitre.

2. Deux modifications ponctuelles de la fiscalité

On peut compléter les considérations précédentes sur l'effet limité de la fiscalité lorsque d'autres effets plus importants interviennent, en étudiant l'influence de deux modifications particulières du système fiscal. On a vu ci-dessus qu'à partir de 1925 les remboursements d'actions avant la liquidation deviennent imposables comme des dividendes, et qu'en 1933 est décidée l'imposition des actions gratuites à l'IGR. On devrait dans les deux cas constater une baisse notable de ces pratiques parmi les sociétés que nous examinons.

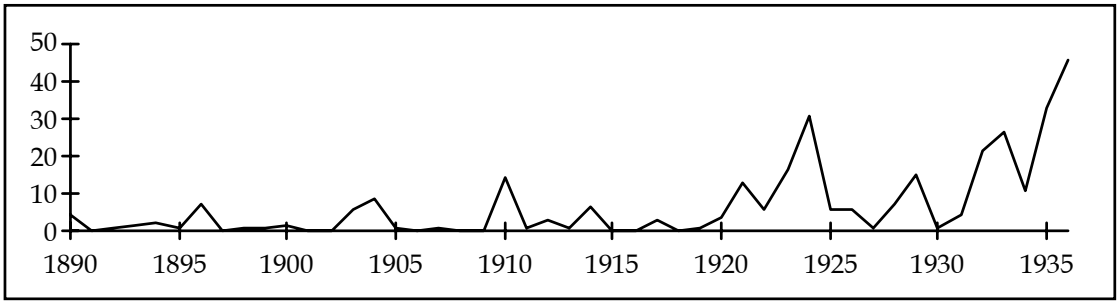
Le graphique A.4.4.2 ne montre en 1933 aucun effet du changement de la fiscalité sur l'incorporation des réserves au capital. En revanche, cet effet est très net en 1936, quand la décision du Front populaire d'imposer les réserves provoque une vague massive d'incorporations au capital. Les entreprises semblent ainsi préférer faire payer un impôt très élevé par leurs actionnaires (totalisant près de la moitié de la valeur de ces distributions pour les actionnaires les plus imposés) à en payer elles-mêmes un faible (2%).

Graphique A.4.4.2 : émissions d'actions gratuites après cotation (millions de francs 1913)



Dans le cas des remboursements d'actions (graphique A.4.4.3), l'influence de la hausse massive de la fiscalité en 1925 est nette. En revanche, il semble qu'elle s'émousse par la suite puisque malgré une taxation considérable, cette pratique se répand à nouveau quelques années plus tard. On doit donc considérer que cette pratique a d'autres motivations que ses défunts avantages fiscaux. Le plus probable est que ceux qui en décident cherchent ainsi à augmenter la volatilité des dividendes (du fait de la disparition du dividende statutaire fixe pour les actions remboursées). Cette question relèverait alors de l'étude des coûts de mandat à laquelle le chapitre suivant est consacré.

Graphique A.4.4.3 : remboursements d'actions après cotation (millions de francs 1913)



Chapitre 5

Asymétries d'information et financement des entreprises

Nous avons constaté au chapitre 4 que les formes du financement des entreprises ne pouvaient s'expliquer par une théorie unique, qu'il s'agisse de l'influence de la fiscalité ou d'une préférence *a priori* des entreprises pour certains instruments financiers. Les différences de comportements en fonction de la taille, de l'âge ou de l'appartenance sectorielle des entreprises nous sont apparus, dans ce chapitre comme précédemment au chapitre 2, comme une caractéristique essentielle du financement. Or la plupart de ces déterminants ne sont justifiables théoriquement que par le recours à une information imparfaite et par l'hypothèse que les comportements des dirigeants des entreprises diffèrent de la simple maximisation de la valeur des actions.

Par exemple, la taille est moins un indicateur de risque que d'un risque inégalement connu, et permettant donc aux agents les mieux informés des gains sur les autres. C'est également le cas de variables financières comme les rendements ou le cours des actions, qui ne peuvent avoir d'influence sur le financement que si les offreurs et les demandeurs de capitaux disposent d'informations différentes et ont des intérêts séparés.

L'étude des asymétries d'information et des coûts de mandat qui en résultent dans les relations entre les différents acteurs du système financier constitue ainsi une étape nécessaire dans l'explication des structures de financement.

Malheureusement, ces questions sont trop peu étudiées actuellement. Plus exactement, il y a une disproportion frappante entre l'importance considérable accordée aux asymétries d'information dans la théorie économique ou financière depuis une vingtaine d'années et la rareté des tentatives faites pour en apprécier empiriquement la portée. Une des causes de cette rareté des estimations empiriques est la difficulté que l'on rencontre à mesurer les asymétries d'information ou à quantifier l'impact des différentes "lacunes" du système juridique qui leur donnent une importance.

Nous examinerons dans ce chapitre l'effet des asymétries d'information et

des coûts qui en résultent sur le financement. Nous chercherons en premier lieu à mesurer l'importance de ces coûts en étudiant les lacunes de la législation sur les sociétés et leur évolution, ce que la longueur de la période étudiée rend envisageable. Nous en déduirons certains indicateurs des coûts de mandat directement utilisables. Diverses caractéristiques des entreprises que nous étudions sont en effet des indicateurs beaucoup plus directs que ceux utilisés habituellement pour approcher ces coûts.

À partir de là, deux tests empiriques de l'effet des asymétries d'information sur le financement seront envisagées. D'une part, on se demandera si le développement du financement externe, en particulier par actions, s'explique par la diminution des coûts de mandat de ces titres, par exemple du fait d'une amélioration de l'information fournie au public. D'autre part, on examinera si les asymétries d'information expliquent l'allocation de moyens financiers donnés entre les différentes entreprises durant une période donnée.

Enfin, une dernière partie cherchera à comprendre pourquoi les coûts de mandat ont été insuffisants pour empêcher le financement externe des entreprises, et examinera les protections que les épargnants ont obtenu contre les comportements les menaçant.

I. LES ASYMÉTRIES D'INFORMATION : IMPORTANCE ET CONSÉQUENCES POSSIBLES

La qualité de l'allocation des capitaux disponibles aux besoins d'investissement dépend du bon fonctionnement du marché financier. Or la perfection du marché repose sur l'hypothèse que les différents agents disposent de la même information. Cette hypothèse n'est en rien spontanément vérifiée, en particulier quand l'information utile porte sur les profits prévisibles des entreprises et quand les agents concernés sont les dirigeants de ces entreprises et les épargnants ordinaires.

On peut éviter l'examen des aspects institutionnels du financement des entreprises en postulant que le marché est contraint à donner satisfaction à tous ses participants sous peine de disparaître (une variante de l'hypothèse de la sélection naturelle habituelle dans la défense de la concurrence parfaite). On affirme ainsi soit que seuls les agents informés participent durablement au marché, soit que l'État met en place les protections permettant à tous les participants de se trouver à égalité. En dynamique, cette hypothèse implique

une modification du cadre légal qui suit (ou idéalement précède) l'innovation en matière de création de rentes d'information.

Comme nous l'avons indiqué au chapitre 3, une partie importante de la théorie financière refuse une telle simplification, et montre que des asymétries d'information peuvent modifier l'équilibre du marché, transformer les rôles relatifs des différents modes de financement et le montant total des capitaux alloués à l'investissement, sans que le marché disparaisse pour autant.

Si on renonce donc à une telle vision *a priori*, l'examen détaillé des asymétries d'information existantes, des mécanismes qui permettent d'en tirer profit et des réglementations qui tentent d'éviter les abus est nécessaire à une mesure de l'efficacité du marché financier. Nous y procédons ci-dessous.

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

I. A. 1. L'information fournie par les sociétés

La loi impose peu d'obligations d'information aux entreprises durant notre période. Les inégalités dans l'accès aux renseignements concernant les sociétés sont donc considérables. Les actionnaires (au moins ceux qui n'ont pas accès au Conseil d'administration) se trouvent en général dans l'impossibilité d'évaluer la valeur des sociétés, et donc celle des titres qu'ils possèdent[73]. Les implications en matière d'information et de protection des actionnaires de la grande loi de 1867 sur les sociétés par actions sont quasi-nulles. Un bilan et un inventaire doivent être à la disposition des actionnaires avant l'Assemblée générale annuelle, et des commissaires aux comptes doivent faire un rapport annuel lors de celle-ci.

Ces obligations engagent peu les entreprises. D'une part, les méthodes d'établissement des bilans sont entièrement libres, de sorte que l'information que l'on peut en tirer est limitée[74]; d'autre part, il est reconnu que l'inventaire (la

[73] Le simple rassemblement de l'information publiée est déjà difficile, puisque les bilans peuvent paraître dans des journaux peu diffusés, et que se déplacer au siège de la société est long et onéreux. Certains auteurs réclament de ce fait la création d'une institution publique centralisant l'information et la mettant à la disposition du public (Cohen, 1935, ch. 3).

[74] L. Cellerier (1905, p. 422) fait remarquer que "la loi ne s'occupe pas de la forme des bilans", de sorte que les sociétés qui le veulent "n'ont pas de peine à établir des bilans d'une correction parfaite, mais d'un mutisme absolu" (*id*, pp. 428-9). *Cf.* dans le même sens des auteurs aussi différents que Lysis (1908), Charpentier (1921, § 39) et, à la fin de notre période, Bouton (1931) ou Fuzet (1934, p. 264). Nombre de juristes défendent cependant le droit des sociétés à établir les bilans sur les principes de leur choix, au nom de l'impossibilité pratique de l'unification obligatoire des bilans (Charpentier, 1921, § 39s.). Si chacun s'accorde sur le fait que “la meilleure façon de protéger l'épargne, c'est de répandre à flots la lumière sur les entreprises qui

liste détaillée de tous les actifs) ne peut être fourni à tous les actionnaires sans supprimer le "secret des affaires" le plus élémentaire et le plus légitime[75]; enfin, la loi ne condamne que les fraudes touchant aux formes juridiques des actes, telles l'émission irrégulière de titres, l'obtention de souscriptions par l'allégation de souscripteurs ou de souscriptions fictifs, la publication de bilans falsifiés ou la répartition de dividendes en l'absence d'inventaire[76].

Certes, une loi a été votée en 1907, qui impose la publication, avant à toute émission, d'un bilan et de quelques indications supplémentaires au *Bulletin annexe* du *Journal Officiel* (devenu en 1912 le *BALO*). Cependant, cette loi est jugée timide et inefficace par la plupart des spécialistes[77]. Les infractions sont d'ailleurs très peu sanctionnées (en particulier, les émissions réalisées sans publication restent valides). Son principal défaut est qu'elle n'impose aucun principe général de méthode comptable, domaine dans lequel aucun progrès n'est fait jusqu'à la seconde guerre mondiale malgré de fréquentes revendications[78] et l'exemple des pays étrangers[79].

---

la sollicitent" (Lévy, 1905, p. 125), il n'est pas clair pour tous que ce soit aussi l'intérêt de la société émettrice.

[75] Cette pratique est générale quoi que puissent faire espérer Lacour & Bouteron (1921, §575) quand il affirment (citant un arrêt de Cass. 3 décembre 1872) que le droit de communication autorise les actionnaires à copier l'inventaire et la liste des actionnaires, voire tous les documents relatifs aux affaires de la société si nécessaire : il s'agit de cas exceptionnels de recours en justice contre des fraudes. Parmi d'autres, Colin (1911, p. 90ss) affirme la généralité de l'interdiction faite aux actionnaires de copier inventaire et liste des actionnaires. En outre, les documents comptables sont disponibles seulement 15 jours avant l'Assemblée générale (3 jours pour le rapport du conseil d'administration), ce qui rend l'actionnaire impuissant. En comparaison, la loi anglaise de 1907 impose d'envoyer à chaque actionnaire la copie du bilan et du compte d'exploitation avec le rapport du Conseil d'administration ; la loi allemande est similaire tandis que la belge autorise la copie du bilan, du compte de profits et pertes et de la liste des actionnaires ; même la Russie est en avance par rapport à la France (on y affiche durant 15 jours la liste des actionnaires).

[76] Voir par exemple à ce sujet les lettres internes au Crédit Lyonnais datant de 1864 citées par J. Bouvier (1968, p. 105), qui décrivent la simplification progressive et volontairement dissimulatrice des comptes au fur et à mesure que l'on passe des "purs élus" de la direction de la banque aux "Philistins, c'est-à-dire [aux] actionnaires", et qui montrent comment les administrateurs comme les commissaires aux comptes sont mis à l'écart.

[77] "Dans bien des cas, la publication au *Journal Officiel* n'a servi qu'à permettre à des émetteurs sans scrupules d'abuser de la naïveté de modestes souscripteurs auxquels on présente cette publication comme assurant une sorte de patronage de l'État" (Aupetit, 1912, p. 78). C'est d'ailleurs la raison du transfert de cette publication au *BALO*, créé à cet office, mais que le public ne lit pas plus que le *Journal Officiel*, d'autant plus que ses notices sont nettement insuffisantes (Rebotier, 1935, p. 190).

[78] On trouve chez de nombreux auteurs des revendications en faveur d'une législation qui "règlement(e) la comptabilité des sociétés" (A. Bouton,1931, p. 287) ou impose "l'unification légale des bilans et du compte Pertes et Profits" (Fuzet, 1934, p. 265). *Cf.* aussi Colin (1911, pp. 116-35), Léautey (1904), Duplessis (1903), Rebotier (1935, pp. 243ss). Même chez ceux pour qui "l'unification des bilans, c'est à dire l'emploi d'une forme de bilan universelle, obligatoire pour toutes les sociétés, apparaît [...] comme illusoire ou impraticable", "il parait possible de

Les commissaires aux comptes devraient garantir aux actionnaires la sincérité des bilans qui leur sont présentés. Leur nomination par l'Assemblée générale n'est cependant qu'une protection apparente, car les administrateurs contrôlent en général les assemblées (*cf. infra*), et surtout parce qu'aucune condition de capacité ou d'indépendance n'est imposée au choix des commissaires. On peut donc penser qu'ils ont de bonnes chances de contribuer à masquer les détournements qui peuvent se produire[80].

I. A. 2. La manipulation des bilans

La manipulation des bilans que craignent les actionnaires et les créanciers est autorisée par la liberté qui existe dans l'estimation des immobilisations, et plus encore dans celle des amortissements. La constitution de réserves occultes grâce à des amortissements considérables est particulièrement fréquente (certaines entreprises amortissent ainsi en une année des équipements durables, *cf.* J. Bouvier & *alii*, 1965).

Cette pratique est considérée comme une mesure de prudence par nombre

---

déterminer un minimum d'information qu'on est en droit d'exiger" (Charpentier, 1921, §39) ; *cf.* aussi Rousseau (1902), pourtant auteur du projet de loi qui enterre la question.

[79] Les pays anglo-saxons sont très en avance dans ce domaine, peut-être parce que le souvenir du *South sea bubble* a très tôt encouragé l'intervention du Gouvernement dans la surveillance des sociétés. Le *Company Act* de 1900 est beaucoup plus contraignant pour les sociétés cotées publiquement (d'ailleurs plus nombreuses qu'en France) que la loi française de 1907. Il est renforcé en 1929. Aux États-Unis, une violente critique des bilans illisibles est menée à la fin du XIX^{è} siècle, de sorte que la législation, qui imposait une méthode comptable standard aux chemins de fer depuis 1887, est renforcée en 1909 et en 1917, année où l'*Uniform accounting* est imposé par la *Federal Trade Commission* à toutes les sociétés par actions (Baskin, 1988, pp. 209 & 225ss ; Galibert, 1930, p. 101). En France, nombre de projets de loi sont rejetés, surtout dans les années 1920 (Sauvy, 1984, ch. 9 ; Galibert, 1930).

[80] Selon Cellerier (1905, p. 398), les commissaires n'ont juridiquement jamais rien à corriger et prennent les mêmes libertés que les administrateurs avec la notion de "vérité" des bilans. Colin (1911) fait remarquer qu'alors que les juges, en 1878 (Paris) et 1879 (Cassation), avaient conclu que les commissaires avaient un droit de regard et de rapport général, non seulement sur la régularité légale des opérations de la société, mais sur leur conformité à des règles de bonne gestion, depuis, la jurisprudence a changé et "aujourd'hui, les commissaires aux comptes ne sont plus que de simples comptables" (p. 101). C'est aussi l'avis de Rebotier (1935, pp. 234ss) : "la plupart du temps les commissaires sont techniquement étrangers à l'entreprise dont ils ont à examiner la situation", leur incompétence étant d'ailleurs la condition de la domination des gros actionnaires ou des banques qui les nomment. La comparaison avec les législations anglaise, allemande, belge et russe montre de nouveau leur supériorité. L'auteur réclame qu'au moins un des commissaires soit un expert nommé par le tribunal de commerce, que les administrateurs ne votent ni lors de l'élection des commissaires par l'Assemblée générale (un amendement en ce sens a été adopté par le Sénat en 1884, mais sans suite), ni lors de l'approbation des comptes, enfin que les commissaires n'aient pas le droit de devenir administrateurs (pp. 106ss). Dans le même sens, Lacour & Bouteron (1921, §577) rappellent que les administrateurs ne peuvent ni voter ni bénéficier de procurations en blanc en Angleterre, en Allemagne, en Italie ou en Suisse.

d'auteurs, ainsi que par des tribunaux qui craignent plutôt les dividendes fictifs lésant les créanciers[81] ; elle est souvent défendue comme évitant les fluctuations exagérées des dividendes, comme freinant la spéculation qui pourrait résulter de telles fluctuations, et comme la seule manière de contourner l'hostilité des actionnaires à la mise en réserve de bénéfices (*cf. infra*).

Certes, l'hostilité à l'égard de la dissimulation des réserves se développe peu à peu, surtout après 1900, du fait des conséquences possibles pour les actionnaires de la méconnaissance de la situation réelle de l'entreprise[82]. Il reste que la plupart des auteurs considèrent comme presque impossible la lutte contre cette pratique en l'absence d'un contrôle externe des comptabilités politiquement très difficile à imposer.

Après 1914, l'instauration de l'impôt sur les bénéfices limite progressivement la liberté de décision des entreprises en matière d'amortissement. Les amortissements excessifs disparaissent car le fisc n'accepte comme référence que le prix de revient des immobilisations. Les réserves occultes sont en revanche fortement accrues par l'inflation, puisque les immobilisations n'apparaissent au bilan que pour leur valeur d'acquisition. Au total, selon les secteurs, les postes immobilisations et amortissements sont probablement sous-évalués dans des mesures variables et inconnues. Les contemporains considèrent en général que les réserves occultes sont importantes.

Ainsi, fin 1926, nombre de journaux financiers parlent ("avec beaucoup d'exagération" selon Bouton, 1932, p. 220) de la dépréciation considérable des actions françaises, et affirment que des réserves importantes sont dissimulées dans les bilans pour échapper aux impôts[83]. On parle alors en Bourse du facteur 5, celui de la hausse des prix et de la dépréciation du franc depuis 1913, que le cours des actions devrait atteindre (Cohen, 1935, p. 101). Les dividendes (hors chemins de fer) sont alors au facteur 3,9, les capitalisations boursières[84] à 3,1

[81] En faveur des réserves occultes, on trouve aussi bien des banquiers comme Moreau-Néret (1939, vol. 2, p. 164), que des juristes comme Cellerier (1905, pp. 405-14.) ou Morin (1908, p. 348). Un auteur hostile comme Charpentier considère que s'il n'y a pas de victimes directes "c'est seulement un excès de prudence que l'on peut reprocher ici aux administrateurs"(1921, §307). De même Lysis (1908, p. 63) craint surtout que les sociétés n'aient l'intention de cacher de la même manière leurs pertes. Sur la diffusion de cette pratique, *cf*. Charpentier (1921 § 353s) et Dieterlen (1939, p. 426), confirmés par les études d'histoire des entreprises comme A. Baudant (1980, pp. 439-469), J.-P. Daviet (1983, pp. 1456-93 et 1640-69) ou les récits d'anciens dirigeants comme R. Martin (1984, pp. 98-108).

[82] *Cf*. Charpentier (1921, § 354), Decugis (1903, p. 484).

[83] Sur le développement de cette pratique après 1918 pour des raisons fiscales, *cf*. Jenny & Niedermeyer (1942), Bouton (1932, pp. 164-190 et 292-5) et Charpentier (1921, § 307).

[84] Ces deux indices sont calculés pour un ensemble de sociétés cotées avant 1913.

(Denuc, 1934, p. 761) et les cours à 2,3 (en juin 1926, *cf.* A. Sauvy, 1984, vol. III, p. 398). Or le facteur 5 sera dépassé pour tous ces indicateurs en 1929. Il est donc probable que l'inflation a entraîné une hausse de la valeur des entreprises non reflétée à leur bilan[85]. Corrélativement, la surveillance accrue du fisc ne semble guère avoir amélioré l'information des actionnaires.

I. A. 3. Autres sources d'information

À cette faiblesse de l'information fournies par les entreprises s'ajoute la rareté des informations provenant d'autres sources. Alors que les besoins financiers des entreprises et la liberté de contracter semblent suffire à la même époque aux États-Unis et en Angleterre à faire naître des cabinets d'audit indépendants et à inciter les entreprises à y avoir recours (Watts & Zimmerman, 1983), ce n'est pas le cas en France[86]. Dans la tradition française, ce ne sont d'ailleurs pas des auditeurs privés que souhaitent les défenseurs des petits porteurs, mais la création d'un corps d'officiers ministériels dont le recrutement soit assuré par l'État[87].

La principale source d'information des épargnants est dès lors la presse financière, dont la vénalité n'est plus à décrire[88] (J.-N. Jeanneney, 1981, chap. 7 et références citées). Son importance au cours de notre période, malgré les manipulations dont elle est complice, est un indice supplémentaire de

---

[85] Sur les fortes hausses des réserves au lendemain de la guerre, *cf.* par exemple Omnès (1980, p. 141), du Fou (1934, p. 15). Sur les effets de l'inflation sur l'écart entre valeur au bilan, valeur boursière et valeur de remplacement des entreprises, *cf.* Dieterlen (1939, pp. 393-400). Sur l'importance accrue des réserves occultes en période d'inflation dans le cas des banques, *cf.* Dauphin-Meunier (1936a, pp. 59-61).

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

[87] Si Bouton (1931, p. 287) demande surtout une législation qui "rend(e) obligatoire la vérification de tous les bilans par des comptables professionnels et consciencieux et non par des commissaires aux comptes, amateurs et complaisants", d'autres auteurs ont des idées plus précises. Thaller (1903) propose la création d'un corps d'experts officiels institués par le Gouvernement sur le mode des *chartered accountants* anglais, et parmi lesquels les sociétés devraient choisir leurs commissaires. Lacour & Boucheron (1921, § 453) vont dans le même sens. Cohen (1935, introduction) est favorable à un ordre d'experts-comptables, solution qui sera finalement adoptée par le gouvernement de Vichy.

[88] On trouve dans Cauboue (1942, pp. 172ss.) une description détaillée, par un banquier sans états d'âme, des méthodes de cette presse donnant aux entreprises le choix entre louange et calomnie. Lors de la préparation d'émissions, il recommande de payer les journaux sérieux par des options, et de donner des actions aux plus petits (qui risqueraient, comme on l'a parfois vu, d'utiliser les options pour spéculer contre les intérêts de l'émission). Pirou & Byé (1943, ch.2, §3) citent un bulletin financier quotidien payé 100.000 francs par an par le journaliste à son journal avant 1914 .

l'insuffisance de l'information disponible[89]. Il est d'ailleurs probable que (sauf peut-être à la veille d'opérations financières importantes) les grands journaux fournissent quand même une information utile.

Lors des émissions ou des introductions en Bourse, les épargnants ont également recours aux banques qui, participant presque toujours aux opérations, peuvent fournir sinon une meilleure information, du moins une certaine garantie (mais implicite et imprécise) sur la qualité des titres proposés. Les plus importantes ont assez le souci de leur réputation pour éviter les manipulations trop nuisibles aux souscripteurs. Elles sont cependant entourées d'un grand nombre de banquiers d'occasion à la recherche d'un enrichissement facile, et qui peuvent suffire au placement de petites émissions. Les méthodes d'émission intéressent d'ailleurs directement les banques au placement (*cf*. chapitre 7), ce qui les incite à user de tous les arguments possibles pour vendre.

La faiblesse de la protection offerte par la réputation des banques s'occupant de placements de titres privés semble attestée par le nombre d'auteurs demandant une réglementation de la profession de banquier (inexistante jusqu'à 1942) et une protection contre le colportage abusif de titres (Bouton, 1932, p. 288 ; Cohen, 1935). Certains considèrent que même les grandes banques sont peu incitées à l'étude sérieuse des émissions, au moins d'actions, car si "le client qui achète des obligations veut un placement durable et à longue échéance, [car] il ne vendra ses obligations que si quelque nécessité imprévue l'y oblige, l'actionnaire, lui, cherche dans une souscription d'actions nouvelles, non pas un placement à long terme, mais, surtout depuis la guerre, la possibilité de réaliser un bénéfice par une plus-value du titre. Ce qui l'intéresse, c'est la sécurité actuelle, c'est de savoir si la société a assez de surface, si ses bénéfices ont des chances de s'accroître dans le plus bref délai possible."(Cauboue, 1942, p. 220 ; dans le même sens, Cohen, 1935, p. 151 et Rebotier, 1935, p. 174).

Aux États-Unis, l'insuffisance de l'information a conduit à la création de garanties hypothécaires pour les obligations et d'instruments financiers intermédiaires entre actions et obligations (obligations convertibles, actions de priorité) (Baskin, 1988, pp. 215-21). Ces solutions, qui permettent de diminuer le risque aux yeux des épargnants, sont très peu développées en France : les hypothèques sont un procédé lourd et coûteux dans la législation française, les

[89] On trouve en 1910 enregistrés à l'*Annuaire de la presse française* deux cent cinquante cinq journaux financiers, dont dix-huit quotidiens (et cinquante neuf à périodicité non déterminée, dont on peut suspecter le sérieux) ; en 1928 deux cent onze journaux seulement, mais 28 quotidiens (et encore trente quatre à périodicité indéterminée). À ceci s'ajoutent les pages financières importantes de la presse générale (en particulier des quotidiens).

actions de priorité sont interdites jusqu'à 1902, et ne sont utilisées par la suite que pour relancer des sociétés au bord de la faillite (elles présentent d'ailleurs aussi des inconvénients potentiels importants, *cf. infra*). La limitation de l'endettement par les statuts ou par la loi (comme en Angleterre) est également inconnue en France.

Au total, on peut donc considérer l'information disponible pour l'épargnant ordinaire comme très faible, et les moyens pour l'améliorer comme très insuffisants. Cette situation est aggravée par d'autres caractéristiques du système financier de l'époque.

I. B. Conséquences possibles

Comme nous l'avons montré au chapitre 3, les risques principaux que courent actuellement les détenteurs de titres sont un accroissement non prévisible du risque dans le cas des obligataires et une négligence de certains investissements profitables (allant parfois avec une prise de risque insuffisante) dans celui des actionnaires. La situation est nettement pire à l'époque qui nous intéresse, car plusieurs moyens permettent assez aisément aux principaux actionnaires de s'approprier l'essentiel de la valeur d'une entreprise.

I. B. 1. Contrôle et coûts de mandats

Comme on l'a vu ci-dessus, la faiblesse de l'information fournie par une société résulte non seulement des positions des différents agents (plus ou moins proches des organes de direction de l'entreprise), mais surtout de la capacité des administrateurs à faire obstacle à la transparence grâce au contrôle qu'ils exercent sur les Assemblées générales. Cette capacité découle du fait que les administrateurs sont longtemps les actionnaires majoritaires (en particulier dans le cas d'entreprises familiales dont une partie seulement du capital a été introduite sur le marché), mais aussi des facilités que leur accorde la législation.

Pendant longtemps, celle-ci ne s'est pas opposée à ce que les petits actionnaires soient simplement exclus de l'Assemblée générale par les statuts[90]. Quand la loi de 1893 autorise le vote par procuration en vue de permettre le regroupement des petits actionnaires, la création de pouvoirs en blanc transmis aux administrateurs renforce plutôt leur pouvoir, du moins quand ils ne sont pas contestés par les banques qui réunissent elles aussi les mandats de leurs

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

clients. Ces pratiques permettent de maintenir le contrôle de gros actionnaires majoritaires[91] sans laisser voix à des contestations possibles. Rien n'est fait jusqu'aux années 1930 pour tenter de les modifier, malgré des protestations nombreuses[92].

Dans les années 1920, l'élargissement de l'actionnariat des nombreuses sociétés qui augmentent leur capital ne remet pas en cause le contrôle exercé par les principaux actionnaires. En effet, non seulement il est possible d'octroyer un droit de vote aux parts de fondateur (Vaes, 1930, p. 336 ; cette pratique n'est interdite que par la loi du 23 janvier 1929), mais surtout la création d'actions à vote plural permet aux anciens actionnaires majoritaires de garder le contrôle de sociétés malgré la dilution de leur part. Les entreprises justifient la création de ces actions par la sous-évaluation du franc et les entrées de capitaux étrangers, qui mettraient en danger le contrôle du patrimoine industriel national. Les commentateurs de l'époque refusent généralement cet argument, et soulignent le risque de voir les actions à vote plural se muer en instruments au service particulier des actionnaires qui les détiennent (Vaes, 1930, pp. 324ss ; Bouton, 1932, p. 286 ; Fuzet, 1934, p. 16 ; Rebotier, 1935, p. 226)

Ce risque est d'autant plus grand que la situation des actionnaires est différente de celle que l'on connaît actuellement. Leur adversaire potentiel n'est pas la technostructure de l'entreprise décrite par Berle & Means (1933) et dont la naissance a été racontée par Chandler (1966), mais le groupe des actionnaires dirigeants, qui allient à l'information privilégiée le pouvoir de décision sur le capital de l'entreprise. Ces actionnaires ne sont pas toujours des dirigeants de sociétés au sens actuel : ils se limitent parfois aux grandes décisions financières ou stratégiques, prises au cours des séances hebdomadaires du Conseil

---

[91] "Par majorité, j'entends, bien entendu, non pas la majorité théorique qui est de 51%, mais la majorité pratique qui permet de gouverner une société avec un nombre d'actions ne dépassant pas 20 à 25%" (Cauboue, 1942, p. 236). Neuburger (1937, p. 64s) considère cependant que les pouvoirs en blanc peuvent être considérés comme nuls juridiquement si les actionnaires concernés n'ont pas eu connaissance des bilans.

[92] Colin (1911) compare la situation française avec celle d'autres grands pays et conclut : 1°) que l'obligation de réunir des actionnaires représentant plus de 25% des voix pour exiger une Assemblée générale constitue un obstacle quasi-absolu à l'organisation des protestataires éventuels ; 2°) que les pouvoirs en blancs permettent d'assurer des majorités fictives et devraient être confiés à des scrutateurs indépendants lors des votes (ces scrutateurs pourraient par exemple être le plus gros et le plus petit actionnaires présents ; 3°) que les banques ne devraient pouvoir voter qu'en possession de mandats spéciaux et non généraux ; 4°) que les reporteurs de titres ne devraient pas être considérés comme actionnaires pour le vote, car ils ne le sont que provisoirement, voire seulement pour aider à créer une majorité. Nombre de législations étrangères ont pris des dispositions sur ces points, que la loi française ignore entièrement.

d'administration[93]. Mais ils ne sont jamais soumis aux gestionnaires[94].

En face de ce groupe, des petits porteurs, bourgeois dont la fortune est suffisante pour prendre le risque d'y inclure des actions, mais dont les revenus ont une origine différente (professions libérales, hauts fonctionnaires, propriétaires terriens, *etc.*), accumulent une épargne sans participer en rien à la direction de l'entreprise. Ils n'ont ni les contacts professionnels avec les affaires, ni le temps nécessaire pour surveiller réellement la gestion des entreprises.

I. B. 2. Coûts de mandat ordinaires

Les conflits possibles et les coûts de mandat qui en résultent ne sont pas les mêmes dans un tel contexte que ceux que soulignent les auteurs actuels[95]. Certes, les dirigeants peuvent classiquement tenter de tirer des avantages annexes de leurs fonctions (en plus de tantièmes et de jetons de présence souvent élevés[96]). Ils provoquent ainsi des coûts de mandat similaires à ceux que l'on rencontre actuellement. Cependant, les pratiques qui sont reprochées aujourd'hui aux gestionnaires semblent à l'époque ne constituer qu'une part minime des craintes formulées à leur encontre. Quand Colin écrit qu'"à coté de leur intérêt comme actionnaires, les membre du Conseil, surtout le président et les administrateurs délégués, ont d'autres intérêts qui priment trop souvent" (1911, p. 90), il veut parler de leurs intérêts comme possibles fournisseurs, clients ou banquiers de la société plus que comme gestionnaires.

À côté de ces abus possibles des dirigeants dans leur fonction de direction, il en est d'autres qui résultent de leur situation d'actionnaires principaux. Ces risques, largement spécifiques à notre période, résultent d'une législation sur

---

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

[94] Quand bien même ils leur délèguent la gestion courante, ils occupent l'essentiel de leur temps à suivre la situation de l'entreprise où ils sont présents, et disposent donc de tous les renseignements nécessaires à leur évaluation comme de la fortune permettant d'en tirer parti. Ce n'est en France qu'après 1945 que la "révolution managériale" fait passer beaucoup des leviers de commande de l'entreprise aux mains des gestionnaires.

[95] Nous nous opposons ainsi à Werner & Smith (1991), pour lesquels les conflits entre actionnaires et gestionnaires sont fondamentalement les mêmes aux États-Unis en 1850 et actuellement. Hormis les chemins de fer, où la dispersion des actionnaires et la gestion par des salariés non propriétaires est ancienne, même en France, il est peu probable que des gestionnaires uniquement salariés aient un grand rôle dans des entreprises avant la fin du XIX^{è} siècle. Cependant, nous rejoignons ces auteurs pour refuser de voir la situation pré-managériale comme un âge d'or du contrôle direct des dirigeants par ceux des actionnaires qui voient leurs titres comme de purs actifs financiers sans activité entrepreneuriale.

[96] Ils atteignent fréquemment 10% des bénéfices. On doit noter cependant que les administrateurs fournissent alors un travail parfois important, qui n'est pas salarié.

les sociétés très laxiste. Les méthodes à la disposition des gros actionnaires pour s'approprier une part de la valeur de l'entreprise plus grande que celle à laquelle ils ont droit sont en effet nombreuses et, pour beaucoup d'entre elles, pas même illégales.

I. B. 3. Coûts de mandats spécifiques à notre période

I. B. 3. a. Constitutions de sociétés

Les pratiques frauduleuses les plus souvent dénoncées se produisent lors de la mise dans le public des titres d'une société. Très peu de sociétés sont créées à partir de rien, selon le modèle idéal où tous les actionnaires achètent au même prix des actions de numéraire identique, modèle que l'on rencontre surtout dans des secteurs demandant des investissements initiaux élevés comme l'électricité ou les tramways. Le plus fréquemment, une entreprise antérieure (individuelle, ou plus souvent une société de personnes) précède la fondation ; elle est soit (le plus souvent) reprise par la société nouvelle en échange d'actions d'apports, soit simplement rachetée. Une façon simple de léser les nouveaux actionnaires consiste à surévaluer ces apports, et de manière plus générale à surévaluer l'actif social au moment d'émettre des actions dans le public. Par ces pratiques, on impose à leur insu aux petits porteurs un droit supplémentaire d'entrée dans la société, quand on ne crée pas des sociétés sans contenu uniquement destinées à vendre cher des actifs inexistants à des naïfs.

Le problème est assez important pour que dès 1893 la législation rende incessibles durant deux ans les actions d'apports et impose une vérification particulière de la valeur des apports. En réduisant l'antagonisme entre anciens et nouveaux actionnaires, la loi de 1893 contribue probablement au développement des cotations de nouvelles sociétés et des émissions d'actions dans le public. Elle est cependant très insuffisante aux yeux de nombre de spécialistes, car elle n'impose de vérifier que les apports rémunérés en actions, et non les actifs achetés[97], et parce que cette vérification est effectuée par les

[97] Selon tous les auteurs, le risque le plus grand pour l'épargne se trouve dans les cas où les fondateurs constituent une société sans faire appel à l'épargne publique, font acheter par la société des actifs largement surestimés et revendent les titres très cher sur la réputation de ces actifs, assez vite pour que le marché n'ait pas encore pu observer les résultats de la société. Lacour & Bouteron (1921, §450ss) notent ainsi que : "l'expérience a démontré l'échec complet de la loi, dans sa tentative de mettre un frein aux abus résultant de la pratique des apports"(§453). L'affaire Rochette reste un exemple fameux de la possibilité de telles pratiques sans violation de la loi, mais rares sont les affaires comme celle-là où la justice a vu les vices de fonds derrière les formes correctes et condamné les fondateurs (quoique après de lourdes pertes pour les épargnants). Les spécialistes réclament l'extension aux actions des sociétés nouvelles

commissaires choisis par l'Assemblée générale et non par des arbitres extérieurs[98]. Or cette législation reste pour l'essentiel inchangée jusqu'aux années 1930, date à laquelle la France a un retard considérable dans la surveillance des constitutions de sociétés[99].

I. B. 3. b. Fonctionnement des sociétés

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

Une surévaluation d'apports extérieurs est toujours possible. Lors de l'absorption d'une société par une autre, une complicité entre les actionnaires dirigeants y suffit. En cette occasion, comme lors de la fondation, la création de parts de fondateurs non seulement permet de tourner l'interdiction de cession des actions d'apport, mais crée une incitation à manipuler le bilan.

En effet, dès qu'existent des catégories de titres à revenu variable ayant des droits différents sur les bénéfices, les actionnaires-dirigeants peuvent privilégier celle à laquelle ils sont le plus intéressés. Les lois de 1902 et 1903, en autorisant la création de catégories d'actions différentes au sein d'une même société, élargit ce risque des parts de fondateurs et des actions de jouissance aux actions privilégiées[100]. Tous ces titres ont par nature des intérêts

---

constituées sans souscription publique et aux parts de fondateurs, du régime des actions d'apport qui interdit toute cession pendant deux ans (Colin, 1911, ch. 1).

98 Les commissaires aux apports sont souvent des amis ou des employés des fondateurs, fréquemment incompétents, qui ne voient pas réellement les apports mais les font vérifier par des ingénieurs eux-mêmes payés par les fondateurs. Selon Colin (1911), "le commissaire aux apports trouve toujours tout parfait, bien que, de l'avis de tout le monde, les apports soient en général très majorés"(p. 39). On réclame de nouveau un commissaire aux apports extérieur, non rémunéré par la société, par exemple un notaire (*ibid*., p. 61; Lacour & Bouteron, 1921, §453). Ces exigences ne seront à peu près satisfaites qu'en 1935 par les décrets Laval, alors qu'elles le sont dès le début du siècle en Allemagne.

99 La loi anglaise de 1900, modifiée en 1907, exige, pour la validité de la constitution, la publication (avec possibilité pour les acheteurs de vérifier eux-mêmes) du détail des contrats passés par la société et touchant les fondateurs, ou de tout contrat concernant autre chose que le fonctionnement quotidien de la société. En outre, tous les apporteurs, premiers administrateurs, banquiers émetteurs et gros souscripteurs sont obligatoirement "fondateurs", ce qui les empêche d'échapper à leurs responsabilités grâce à des hommes de paille comme cela se pratique en France. Les législations belges et allemandes sont également plus sévères que la française (Colin, 1911, pp. 50-65).

100 C'est d'ailleurs parce qu'elles portent atteinte à l'égalité des actionnaires que ces actions sont interdites avant 1902 par la jurisprudence. La loi de 1902 qui les autorise donne d'ailleurs lieu

partiellement divergents de ceux des actions ordinaires. Vaes (1930, p. 329) en montre les inconvénients par l'exemple suivant : "Dans les sociétés qui ont deux catégories de titres, cette opposition d'intérêts peut donner lieu à des arrangements de bilan. Si le Conseil d'administration est composé d'actionnaires privilégiés [porteurs d'actions privilégiées], il établit des bilans ne laissant apparaître comme bénéfices que le strict nécessaire pour rétribuer statutairement les actions privilégiées [et elles seules], et il crée des réserves cachées qui assurent à ces titres la permanence du dividende [....]. Au contraire, si le Conseil d'administration veut avantager les actions ordinaires, les bilans ne dégagent un bénéfice que lorsqu'il est suffisant pour rémunérer toutes les actions, et les réserves cachées absorbent les bénéfices des années peu prospères, qui auraient pu cependant rétribuer les actions privilégiées." Des pratiques similaires peuvent être utilisées pour les parts de fondateur et les actions de jouissance[101], car leur rémunération est plus volatile que celle des actions ordinaires puisqu'elle ne comporte pas la part essentiellement stable constituée par l'intérêt du capital[102].

Une autre méthode permettant de confisquer une part de la valeur d'une société est de réserver à des membres ou à des amis du Conseil d'administration une augmentation de capital réalisée à un prix inférieur au cours de Bourse, voire au pair. Le droit prioritaire de souscription pour les anciens actionnaires est en effet ignoré par bon nombre de statuts. Il ne devient une obligation légale qu'en 1935, après de multiples protestations contre les abus résultant de son absence.

Un tel détournement des fonds sociaux est aisée à réaliser quand ce sont des réserves occultes que s'approprient les dirigeants, car il masqué par

---

immédiatement à de tels abus qu'elle est remplacée par la loi du 18 novembre 1903 (Lacour & Bouteron, 1921, §604).

[101] Charpentier (1921, §353) affirme que les réserves occultes ont en particulier pour fonction d'éviter de rémunérer autant qu'elles devraient l'être les parts et les actions de jouissance, sans que cela apparaisse clairement. Demur (1939, p. 240) souligne également ce risque. Lacour-Bouteron (1921, §590) montrent que les décisions des Assemblées générales nuisibles aux parts de fondateur (décidant de la mise en réserves de bénéfices plutôt que de leur distribution) sont inattaquables par les porteurs de parts sauf si elles ont clairement été prises dans ce but. L'exemple symétrique qu'ils donnent (§591) est peu encourageant : ce n'est guère que "dans le cas où la majorité des actionnaires, possédant des parts de fondateur, déciderait que le fonds de prévoyance institué par les statuts sera dorénavant alimenté par des sommes prélevées, non plus sur la totalité des bénéfices, mais exclusivement sur la part de bénéfices réservée aux actionnaires", qu'il sera possible de faire annuler la décision (Cass. 22 janvier 1912).

[102] Les actions de jouissance sont des actions ordinaires dont le nominal a été remboursé, de sorte qu'elles n'ont plus droit à sa rémunération qu'est l'intérêt du capital. Les parts de fondateur sont en général rémunérées par une fraction fixe des bénéfices après paiement de l'intérêt du capital, ce qui est proche du cas des actions de jouissance.

l'attachement aux mesures comptables de la valeur des sociétés. Mais il peut légalement être effectuée même si la société affiche des réserves considérables : les petits actionnaires n'ont que des compétences limitées en matière d'analyse financière ; aussi trouvent-ils naturel que l'on propose les actions nouvelles au prix auquel eux-mêmes avaient souscrit à des actions identiques[103]. Neuburger (1937, chap. 5) montre que les tribunaux ont longtemps une vision purement légaliste de ce genre d'opérations et n'interviennent pas tant que les formes sont respectées.

D'autres abus sont encore possibles, dont la répression est insuffisante : rachat à prix trop élevé de parts de fondateur (Neuburger, 1937, p. 56), ou à l'inverse rachat à prix trop bas d'actions à négociabilité limitée par abus des droits de préemption des anciens actionnaires (Neuburger, 1937, II, chap. 1). Nombre d'auteurs se méfient également des rachats d'actions ordinaires par la société, y voyant un moyen pour les gros actionnaires de profiter de leur information privilégiée pour augmenter leur part à bas coût en fonction de la conjoncture (Pirou, 1935 ; Vaes, 1930, p. 180). Enfin, on suspecte les participations entre sociétés, qui se multiplient dans les années 1920, de déboucher parfois sur des transferts de bénéfices entre filiale et maison-mère au détriment des actionnaires de l'une ou de l'autre en fonction des intérêts des actionnaires principaux (Neuburger, 1937, II, chap. 2 ; Pirou, 1935, p. 95ss).

Notre étude a été jusqu'ici centrée sur les coûts de mandat subis par les actions. Ceux des obligations sont également importants quoique parfois négligés (Lacour & Bouteron, 1921, §637). Pour l'essentiel, les obligataires sont cependant dans une situation similaire à celle des petits actionnaires. Leur protection en matière d'information est également limitée à la loi de 1907. Les obligations présentent quelques inconvénients spécifiques : certaines opérations réduisent leurs garanties sans qu'ils puissent s'y opposer : rachat par la société de ses propres actions, qui diminue le capital, ou distribution de dividendes fictifs. Dans l'ensemble cependant, les coûts de mandat des obligations semblent plus réduits du fait d'une meilleure protection du statut de créancier par le droit commercial. Face aux actionnaires principaux, ils sont dans la même situation que les petits actionnaires, dont la sécurité est également

[103] La force de la valeur nominale est telle que des auteurs sérieux considèrent comme un obstacle au développement de fonds d'investissement (qui connaissent un grand succès aux États-Unis à l'époque) le fait de ne pouvoir acheter leurs titres au pair : "ce système se trouve faussé lorsque le public ne peut souscrire au pair les actions de ces sociétés ; souscrire à 150 francs une action au nominal de 100 francs d'un *Investment trust*, c'est commencer par perdre 50% des fonds employés." (Bouton, 1932, p. 286)

principalement assurée par le dividende statutaire (*cf. infra*). Nous les étudierons donc conjointement.

I. C. L'évolution tardive de la législation

L'ensemble des coûts de mandat que nous avons observés étaient connus des contemporains, comme le montre la très importante littérature sur le sujet (en particulier d'origine juridique), que nous n'avons que partiellement dépouillée. Malgré cela, nous avons constaté dans de nombreux cas que la loi et la jurisprudence ont tardé à protéger l'épargne. Neuburger (1937) montre ainsi que c'est seulement dans les années 1930 que la jurisprudence commence à examiner le fond et non la forme des opérations financières discutées.

Quant au législateur, s'il se heurte de plus en plus fréquemment à la réalité des conflits entre catégories d'actionnaires (David, 1928), c'est tardivement qu'il met en place des obstacles aux possibilités de spoliation que nous avons décrites (*cf.* A. Sauvy, 1984, III, chap. 9). La durée des débats parlementaires, l'incapacité à prendre une vue d'ensemble expliquent en partie cette lenteur ; mais c'est surtout la crainte de l'étatisme et de la perte de l'autonomie de l'entreprise qui entraînent le rejet des idées de législation plus précise des statuts sociaux et de protection de toutes les parties intéressées aux résultats des entreprises[104] . Si un certain nombre de projets sont déposés à partir de 1922, ce n'est finalement que dans les années 1930 que sont votées les lois permettant d'assurer la protection des épargnants.

A côté de diverses mesures destinées à protéger les petits porteurs contre les manoeuvres frauduleuses[105], les changements principaux se concentrent en un petit nombre d'années. Deux lois de 1929 et 1935 organisent le statut des parts de fondateur et la représentation auprès des Assemblées générales des porteurs de parts et des obligataires. La loi du 13 novembre 1933 supprime les

[104] Ainsi en est-il de la proposition émanant de certains socialistes de créer un "Conseil supérieur des banques, Bourses et sociétés" , qui serait le lieu idéal d'élaboration d'une telle législation et de la surveillance de son application.

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

actions privilégiées en termes de droit de vote[106]. Deux ans plus tard, le décret-loi du 8 août 1935 crée au profit de tous les actionnaires sans exception un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital[107]. Ce sont fondamentalement ces quelques lois qui empêchent désormais les gros actionnaires de s'approprier les actifs sociaux au détriment des petits.

Elles restent cependant insuffisantes sans amélioration de l'information rendue publique. Sur ce point, le changement principal est l'obligation faite aux sociétés de choisir obligatoirement un de leurs commissaires sur une liste de commissaires agréés (décrets-lois des 8 août 1935 et 30 juillet 1937). Il faudra encore attendre le décret du 5 février 1946 pour qu'une présentation uniforme soit imposée aux bilans[108].

Au total, les asymétries d'information et les coûts de mandat sont durant notre période extrêmement élevés ; l'amélioration de la législation, tardive, ne modifie pas la situation avant la seconde guerre mondiale. À la fin du XIX^{e} siècle, on peut penser que ces inconvénients sont limités du fait du faible nombre d'actionnaires, voire d'obligataires détenant des titres privés. En revanche, le développement rapide du financement des entreprises sur le marché et la diffusion de leurs titres dans un plus large public semble paradoxaux dans ce contexte. Les voix se multiplient d'ailleurs contre ce qui semble bien un risque d'abus de pouvoir des dirigeants des entreprises.

Avant de parler de paradoxe, il convient cependant de mesurer le plus correctement possible les coûts de mandat qui existent durant cette période en ce qui concerne les sociétés cotées, et leur impact réel sur le financement de ces sociétés. C'est ce que nous cherchons à faire dans la seconde partie de ce chapitre. Nous y examinons en particulier si les évolutions apparemment discordantes des risques encourus par les épargnants et de leur bonne volonté à

---

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

107 Même s'il ne supprime pas les privilèges accordés par les statuts à certains actionnaires avant sa publication.

108 Dès 1933, le fisc avait cherché à contrôler l'établissement des bilans (ce qui tendait à favoriser l'égalité d'information des petits actionnaires et des gros) en imposant la prise en compte des plus-values de manière stable lors de l'évaluation du bénéfice ; mais, en taxant ces plus-values tout en laissant en place plusieurs méthodes légales pour les évaluer, il poussait à l'utilisation de la plus dissimulatrice : la comptabilisation de tous les titres et immobilisations au cours d'achat. Les plus-values restaient ainsi potentielles et connues des seuls gros actionnaires. Si ceux-ci pouvaient un peu moins faire varier la richesse apparaissant au bilan à volonté en fonction des circonstances, ils augmentaient les raisons de méfiance des petits actionnaires. Cet exemple suffit à montrer la difficulté de réformes incomplètes en cette matière. Le détail des changements de législation sur les formes du bilan est fourni dans Ripert (1951, §52).

souscrire des émissions ne s'expliquent pas par des caractéristiques particulières des entreprises diminuant le risque perçu. Le renoncement de ces entreprises à certaines pratiques pourrait ainsi être interprété comme un signe de leur attachement à leur réputation.

II. EXAMEN EMPIRIQUE

On a vu dans la première partie de ce chapitre que du seul point de vue de la législation et de la jurisprudence, les risques résultant des asymétries d'information et des faiblesses de la législation sur les sociétés avaient plutôt tendance à croître, surtout pour les actionnaires, jusqu'au début des années 1930. Or on sait que cette même période voit une croissance sans précédent des émissions de titres, et en particulier d'actions. On veut examiner ici si ce paradoxe ne s'explique pas par le renoncement explicite des entreprises aux moyens qui s'offrent à elles de profiter des lacunes de la législation, renoncement qui permettrait de diminuer sensiblement les coûts de mandat anticipés par les épargnants.

Nous avons construit un certain nombre d'indicateurs dont on peut penser, d'après les protestations même que nous avons citées ci-dessus, qu'ils permettent de mesurer les risques courus par les épargnants créanciers ou actionnaires des entreprises. Il s'agit de l'existence de parts de fondateur, d'actions à vote plural, d'actions non cotées ou dont la cessibilité est restreinte (signalant une volonté de garder le contrôle), ainsi que de l'importance des apports lors de la fondation ou des augmentations de capital postérieures des entreprises.

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

II. A. Impact global des coûts de mandat

L'existence d'indicateurs de coûts de mandat (parts de fondateurs, actions d'apport, etc.) peut avoir deux types d'effet : un effet direct sur le financement de chacune des sociétés concernées ; un effet externe sur le financement des

entreprises présentant des caractéristiques communes avec ces sociétés. Par exemple, la présence d'actions à vote plural dans plusieurs sociétés d'un secteur peut détourner les épargnants non seulement de ces sociétés, mais aussi de tout le secteur. L'examen de la présence des différents indicateurs de coûts de mandat en fonction du secteur et de la taille devrait nous permettre d'observer simultanément ces deux types d'effets, et de mesurer globalement le rôle des coûts de mandat dans le financement.

II. A. 1. Les parts de fondateur

On a vu que les parts de fondateur pouvaient être le moyen de deux types de fraudes : aux dépens ou en faveur de leurs détenteurs. Si des épargnants prudents peuvent se protéger de la première éventualité en s'abstenant de détenir ce type de titres, la seconde les incite à se méfier des actions en général, ce qui est nettement plus grave. Le tableau 5.1 fournit des indications sur l'importance des parts de fondateurs à quatre dates de notre période.

Tableau 5.1 : importance des parts de fondateurs par secteur et par taille

	1891			1913			1928			1936		
secteur	nb	pa	pac	nb	pa	pac	nb	pa	pac	nb	pa	pac
1 : assurances	37	0	0	45	0,02	0	63	0,10	0	60	0,05	0
2 : banques	23	0,09	0,09	27	0,22	0,19	41	0,29	0,24	40	0,20	0,18
3 : soc. fonc. et immob.	5	0	0	11	0,27	0,27	19	0,21	0,16	17	0,29	0,29
4 : canaux	3	0	0	1	0	0	0			0		
5 : chemins de fer	19	0,11	0,11	35	0,03	0,03	24	0,04	0,04	24	0,04	0,04
6 : tramways	4	0,50	0,5	17	0,12	0,06	14	0,07	0	13	0,08	0
7 : docks et ports	7	0,14	0,14	6	0	0	7	0	0	6	0	0
8 : eaux minérales	2	0	0	5	0	0	5	0	0	6	0,17	0,17
9 : distribution d'eau	3	0	0	3	0	0	3	0	0	4	0	0
10 : distrib. d'électricité	3	1	1	31	0,26	0,13	62	0,34	0,13	64	0,33	0,11
11 : matériel électrique	1	0	0	4	0	0	14	0,14	0,14	13	0,08	0,08
12 : divers électriques	1	1	1	3	0,33	0	7	0,43	0	9	0,22	0
13 : textile	2	1	1	5	0,20	0,2	28	0,46	0,32	22	0,36	0,18
14 : gaz	13	0,54	0,54	15	0,33	0,33	16	0,19	0,19	16	0,13	0,13
15 : sidérurgie	7	0,29	0,14	19	0,11	0,05	27	0,04	0	24	0,13	0,08
16 : mécanique	10	0	0	21	0,24	0,14	41	0,22	0,12	39	0,26	0,13
17 : houillères	15	0	0	19	0	0	26	0	0	26	0	0
18 : mines métalliques	1	0	0	4	0,75	0,75	6	0,33	0,17	5	0,20	0
19 : pétrole	0			1	1	1	4	0	0	6	0	0
20 : chimie	6	0,33	0,33	20	0,30	0,2	33	0,15	0,09	38	0,18	0,13
21 : transports terrestres	3	0	0	6	0,50	0,17	9	0,22	0,11	12	0,25	0,08
22 : transports marit.	11	0,45	0,45	9	0,56	0,56	14	0,50	0,36	10	0,50	0,2
23 : alimentation	6	0,17	0,17	12	0,08	0	41	0,32	0,12	39	0,41	0,15
24 : carrières et ciments	2	0	0	6	0,67	0,67	13	0,62	0,38	16	0,69	0,44
25 : grands magasins	1	1	1	8	0,38	0,38	17	0,29	0,12	23	0,26	0,17
26 : imprim. et papet.	6	0,33	0,33	11	0,36	0,18	15	0,47	0,33	15	0,40	0,27
27 : divers non méca.	9	0,56	0,44	20	0,35	0,25	53	0,26	0,17	55	0,24	0,09
28 : divers mécaniques	2	0	0	8	0,13	0,13	25	0,32	0,12	31	0,35	0,26
En résumé :												
Services	66	0,05	0,05	91	0,14	0,12	140	0,19	0,11	140	0,16	0,11
Transports	47	0,21	0,21	74	0,15	0,11	68	0,16	0,1	65	0,15	0,06
Biens d'investissement	18	0,11	0,06	44	0,16	0,09	82	0,15	0,09	76	0,18	0,11
Biens intermédiaires	12	0,17	0,17	33	0,39	0,33	55	0,27	0,16	63	0,30	0,19
Énergie	32	0,34	0,34	69	0,22	0,14	115	0,23	0,1	121	0,21	0,07
Biens de consommation	27	0,37	0,33	61	0,23	0,15	167	0,33	0,19	168	0,33	0,17
Par taille												
<5 Mf	50	0,18		68	0,24		17	0,18		72	0,31	
5 à 10 Mf	34	0,26		47	0,30		31	0,35		71	0,34	
10 à 20 Mf	37	0,24		56	0,23		58	0,29		86	0,19	
20 à 50 Mf	32	0,22		81	0,19		149	0,26		138	0,22	
50 à 100 Mf	18	0,00		51	0,20		115	0,17		92	0,17	
100 à 200 Mf	8	0,25		21	0,14		94	0,24		71	0,24	
200 à 500 Mf	2	0,00		9	0,11		88	0,26		52	0,21	
500 à 1000 Mf	1	0,00		3	0,00		34	0,18		19	0,32	
>=1000 Mf	0			0			16	0,25		7	0,14	
Total	202	0,19	0,18	372	0,20	0,14	627	0,23	0,13	633	0,23	0,12

Légende : à chaque date, on fournit le nombre de sociétés cotées, et la proportion parmi elles de celles dans lesquelles existent des parts de fondateurs (pa), et en particulier des parts de fondateur non cotées (pac). La répartition par taille est effectuée hors chemins de fer et Créfit foncier, la taille étant mesurée par la capitalisation totale (actions, obligations et parts, cotées ou non) à chaque date, en millions de francs courants.

La proportion des sociétés cotées dotées de parts est stable, voire légèrement croissante au long de notre période. Cette proportion est largement indépendante de la taille des entreprises (au moins après 1914), mais varie selon les secteurs. Elle est surtout élevée dans les secteurs nouveaux dont les sociétés accèdent en grand nombre à la cote durant notre période (industrie et distribution d'électricité), tandis qu'elle est faible dans les secteurs anciens (transports, sauf les transports maritimes, houillères, mais aussi sidérurgie). La création de parts de fondateurs semble donc liée soit à des fondations de sociétés, soit à la diffusion dans le public de titres d'anciennes sociétés familiales ; il est possible que les dirigeants de ces dernières veuillent grâce elles continuer à bénéficier d'un levier financier élevé. La légère augmentation de la fréquence de ces titres provient d'ailleurs surtout de la transformation sectorielle de la cote[109].

Ces différents éléments ne vont pas dans le sens d'un effet défavorable des parts de fondateurs sur les émissions : que ce soit chronologiquement ou sectoriellement, les parts semblent plutôt participer au développement du marché.

Parmi les parts de fondateurs, cependant, certaines sont particulièrement susceptibles de susciter la méfiance des actionnaires : il s'agit des parts non cotées, qui appartiennent presque toujours aux dirigeants. Or ces parts, initialement nombreuses, se raréfient peu à peu, passant de 18 à 12% des sociétés cotées. Sectoriellement, cette évolution se retrouve partout, à quelques exceptions près. Ainsi, si les parts sont fréquentes dans la distribution d'électricité ou l'alimentation, leur plus fréquente cotation rend moins probable un favoritisme à leur égard. À l'inverse, dans des secteurs comme la banque, les sociétés immobilières, les chemins de fer, le matériel électrique, le gaz ou les carrières, la présence de parts, en général exceptionnelle, doit d'autant plus éveiller la suspicion qu'elles sont relativement moins souvent cotées.

Au total, la raréfaction des parts non cotées semble plus favorable à l'idée selon laquelle elles susciteraient la méfiance des épargnants, tandis que sa distribution sectorielle, si elle semble largement indépendante de celle des émissions, n'est pas non plus telle qu'elle interdise de leur soupçonner un effet négatif.

Il reste que, cotées ou non, les parts de fondateurs ne semblent pas entraîner de coûts de mandat élevés, ni pouvoir expliquer la transformation du financement des entreprises durant notre période.

---

[109] Seuls parmi les secteurs anciens et où elles sont absentes à l'origine, les banques et les sociétés immobilières les voient se multiplier durant notre période.

II. A. 2. Les actions à vote plural

Les actions à vote plural affichent clairement leur objectif, qui est de maintenir le contrôle entre les mains des anciens actionnaires, voire d'une petite partie d'entre eux. Elles n'existent pratiquement pas avant la grande guerre, et sont créées massivement dans les années 1920, surtout après 1925, avant d'être supprimées en 1933. Nous les examinons en 1928, à une date où elles sont déjà nombreuses, et où des émissions sont encore possibles avant la crise (tableau 5.2).

Tableau 5.2 : les actions à vote plural par secteur en 1928

			Taille moy.					Taille moy.	
Secteur	nb	plur.	sect.	plur.	Secteur	nb	plur.	sect.	plur.
Assurances	63	0			Chimie	33	0,42	289	470
Banques	42	0			Transports terrestres	9	0,11	63	28
Soc. fonc.et immob	19	0,21	79	104	Transports marit.	14	0,64	88	105
Chemins de fer	24	0,04	197	10	Alimentation	41	0		
Tramways	14	0,14	44	21	Carrières et ciments	13	0,31	110	37
Docks et ports	7	0,14	35	147	Grands magasins	17	0,18	239	181
Eaux minérales	5	0,20	60	239	Imprim. et papet.	15	0,33	77	123
Distribution d'eau	3	0,67	397	593	Divers non méca.	53	0,23	70	76
Distrib. d'électricité	62	0,42	246	306	Divers mécaniques	25	0,32	131	310
Matériel électrique	14	0,29	56	55					
Divers électriques	7	0,57	212	324	Services	36	0,19	154	137
Textile	28	0,21	152	395	Transports	68	0,21	109	84
Gaz	16	0,38	199	294	B. d'investissement	82	0,34	120	167
Sidérurgie	27	0,56	210	249	B. intermédiaires	49	0,41	248	396
Mécanique	41	0,22	82	80	Énergie	115	0,46	267	365
Houillères	26	0,58	402	544	B. de consommation	126	0,25	100	207
Mines métalliques	6	0							
Pétrole	4	0,50	91	73	Total	476	0,32	164	264

Légende : on a indiqué le nombre total de sociétés cotées, la proportion de sociétés où existent des actions à vote plural (plur), et les tailles moyennes du total (sect.) et de ces sociétés (plur). On n'a repris pour le calcul de la part du nombre total de sociétés et de leur capital moyen que les secteurs où au moins une société avait des actions à vote plural (le nombre total de sociétés cotées en 1928 est de 628, et la proportion des actions à vote plural sur ce total est de 25%). La taille est mesurée par la capitalisation des actions et parts (cotées ou non) en 1928, en millions de francs courants.

La multiplication des actions à vote plural, tant décriée par les observateurs de l'époque, est très inégalement répartie sectoriellement : ni banques, ni assurances, ni mines métalliques, ni sociétés alimentaires, ni presque de sociétés de transports (sauf maritimes). L'ancienneté de cotation de la plupart de ces secteurs garantit le bon classement de leurs titres et diminue les craintes de perte de contrôle. En revanche, les actions à vote plural sont très fréquentes dans les sociétés énergétiques (électricité, gaz, charbon et même pétrole), la distribution d'eau, les transports maritimes, la chimie et la sidérurgie. On en trouve également dans les biens de consommation.

Sectoriellement, il semble donc difficile de les associer à des comportements différenciés en matière de financement.

Les sociétés ayant émis des actions à vote plural sont en revanche d'une taille nettement supérieure à la moyenne. Ceci s'explique bien par le fait que les grandes sociétés ont plus de chances de voir les principaux actionnaires éprouver des difficultés pour maintenir leur contrôle. Cette relation ne suffit pas pour associer cette caractéristique au plus faible financement externe des grandes sociétés constaté ci-dessus. En effet, les montants absolus émis par ces sociétés sont considérables.

Au total, la concentration dans le temps des créations d'actions à vote plural (entre 1925 et 1929) et leur parallélisme avec la hausse des cours et des émissions empêche de conclure à un effet défavorable de ces actions sur les émissions, à moins de leur donner une part de responsabilité dans la gravité et la durée de la crise des années 1930 sur le marché boursier (*cf*. chapitre 7).

II. A. 3. Les actions non cotées ou non négociables

La plupart des actions à vote plural ne sont pas cotées et sont soumises à des limitations de cessibilité (en général un droit de préemption du conseil d'administration à un prix fixé annuellement en fonction des dividendes ou des bénéfices[110]). Ceci devrait naturellement renforcer la suspicion à leur encontre, même s'il s'agit d'une condition logiquement presque nécessaire à leur efficacité. Dans quelques cas cependant, ces actions sont librement cessibles et cotées[111].

Ces restrictions de cessibilité ou de cotation de certaines catégories d'actions de sociétés cotées sont un phénomène nouveau dans les années 1920, à l'exception des compagnies d'assurance qui les connaissent depuis longtemps, mais pour l'ensemble du capital. On ne le rencontre jamais avant guerre, alors même que la loi ne s'oppose plus après 1902 à l'existence de catégories d'actions différentes des actions ordinaires. En dehors des actions à vote plural, ces pratiques restent inconnues dans les années 1920, à l'exception toujours des assurances auxquelles s'ajoutent quelques banques. Ce n'est plus le cas en revanche après l'interdiction des actions à vote plural, dont la suppression s'accompagne parfois de leur transformation en actions à cessibilité limitée : on

[110] En outre, ces actions ont en général droit à un dividende plus faible que les actions ordinaires, moyen trouvé par beaucoup de sociétés pour faire accepter aux autres actionnaires le monopole du contrôle par une minorité.

[111] On trouve 31 cas de ce type sur 154 sociétés ayant des actions à vote plural en 1928, dispersés entre tous les secteurs (avec une légère prédominance de la distribution d'électricité, de la sidérurgie, de la métallurgie et des houillères).

en trouve 33 exemples parmi les sociétés cotées en 1936, dont un cas où ces actions ne sont pas même cotées.

Ces restrictions à la cessibilité ou à la cotation sont donc pour l'ensemble de la cote un phénomène particulier aux années 1920, directement lié au développement des actions à vote plural observé ci-dessus. Elles ne prennent d'autonomie que dans les années 1930, de sorte qu'on pourrait y voir une cause supplémentaire de la chute des émissions durant la crise. Ce phénomène est cependant trop marginal pour être une cause importante des formes de financement à l'échelle de la cote entière.

Le cas des sociétés d'assurance est différent : durant toute notre période, une grande partie d'entre elles imposent non seulement à un groupe d'actions particuliers mais à l'ensemble de leur capital un régime de cessibilité restreinte qui rend leur cotation en Bourse très peu significative (on verra d'ailleurs ci-dessous que leur liquidité est en général quasi-nulle). Si les actions non librement cessibles des compagnies d'assurance ne forment pas une part du capital séparée dont on pourrait craindre qu'elle soit favorisée par les dirigeants, les raisons d'inquiétude des actionnaires extérieurs ne disparaissent pas pour autant : en effet, la fixation de leur prix de cession par le conseil d'administration peut favoriser les actionnaires stables au détriment de ceux qui revendent leur part.

Or ces restrictions se répandent de plus en plus parmi les sociétés d'assurances au cours de notre période ; plusieurs adoptent des restrictions, tandis que de nouvelles sociétés restrictives apparaissent ; ces restrictions sont d'ailleurs indépendantes de la taille des sociétés (tableau 5.3).

Tableau 5.3 : les actions non cessibles dans les compagnies d'assurance

	1891			1913				1928			1936		
taille	total	nmc	%	total	nmc	%	taille	total	nmc	%	total	nmc	%
<5	15	6	0,4	11	6	0,55	<20	16	7	0,44	30	14	0,47
<50	18	4	0,22	31	13	0,42	<200	41	26	0,63	30	21	0,7
>50	4	4	1	3	2	0,67	>200	6	3	0,5	0		
total	37	14	0,38	45	21	0,47	total	63	36	0,57	60	35	0,58

Légende : on indique en fonction de la taille (capitalisation de tous les titres cotés ou non, en millions de francs courants), le nombre total de sociétés, celui de celles dont les actions ne sont pas librement cessibles (nmc) et la proportion qu'elles représentent dans le nombre de sociétés.

On doit naturellement relier cette caractéristique des sociétés d'assurance à leur très faible recours au financement externe. Cependant, leur développement souvent rapide suggère plutôt que ces restrictions ne sont que le signe d'un manque complet de désir de recourir au financement boursier.

Leur cotation devient alors elle-même un paradoxe.

II. A. 4. Les apports en nature

Qu'il résulte d'une fusion, d'une absorption ou d'une simple transformation de forme juridique, tout apport en nature est susceptible de donner lieu à une rémunération exagérée. Même des apports réalisés anciennement peuvent entraîner durablement une inégalité entre les actionnaires[112].

Les apports en nature représentent des montants importants, mais leur poids par rapport à celui des émissions en numéraire est très variable selon les secteurs (tableau 5.4).

Globalement, ils sont importants dans l'industrie, faibles dans les services (sauf les sociétés immobilières avant 1914) et les transports, et moyens dans l'énergie. Ces différences s'expliquent par l'importance des transformations d'entreprises familiales en sociétés, plus grande dans nombre d'industries que dans les secteurs où l'existence de seuils d'entrée élevés empêche une croissance progressive[113].

On peut tenter d'approcher l'effet des apports sur les émissions en comparant l'importance relative des deux dans les différents secteurs et aux différentes périodes. Si les actions d'apport suscitent la méfiance des épargnants, plus un secteur rémunérera d'apports de cette manière, moins il parviendra à réaliser d'émissions en numéraire, et *vice-versa*. Les parts relatives que durant chaque période un secteur réalise dans les apports et dans les émissions au sein de l'ensemble des sociétés devraient donc être rarement proches. Le tableau 5.4 montre que leur rapport est de fait inférieur à 0,5 ou supérieur à 2 dans 78 cas sur 135 (combinaisons secteur-période décennale), soit 58%, ce qui suggère bien un effet défavorable des apports. On pourrait expliquer ainsi non seulement les différences sectorielles dans l'importance des apports, mais aussi l'alternance de périodes très favorables et très défavorables aux apports dans le même secteur.

Cependant, si apports et émissions en numéraire s'opposaient, leurs évolutions devraient être divergentes. Un simple examen du graphique 5.1 montre plutôt, que ce soit globalement ou dans les principaux secteurs, une complémentarité qu'une telle relation négative entre les deux.

---

[112] Nous examinons donc les apports réalisés par les sociétés avant comme après leur cotation.

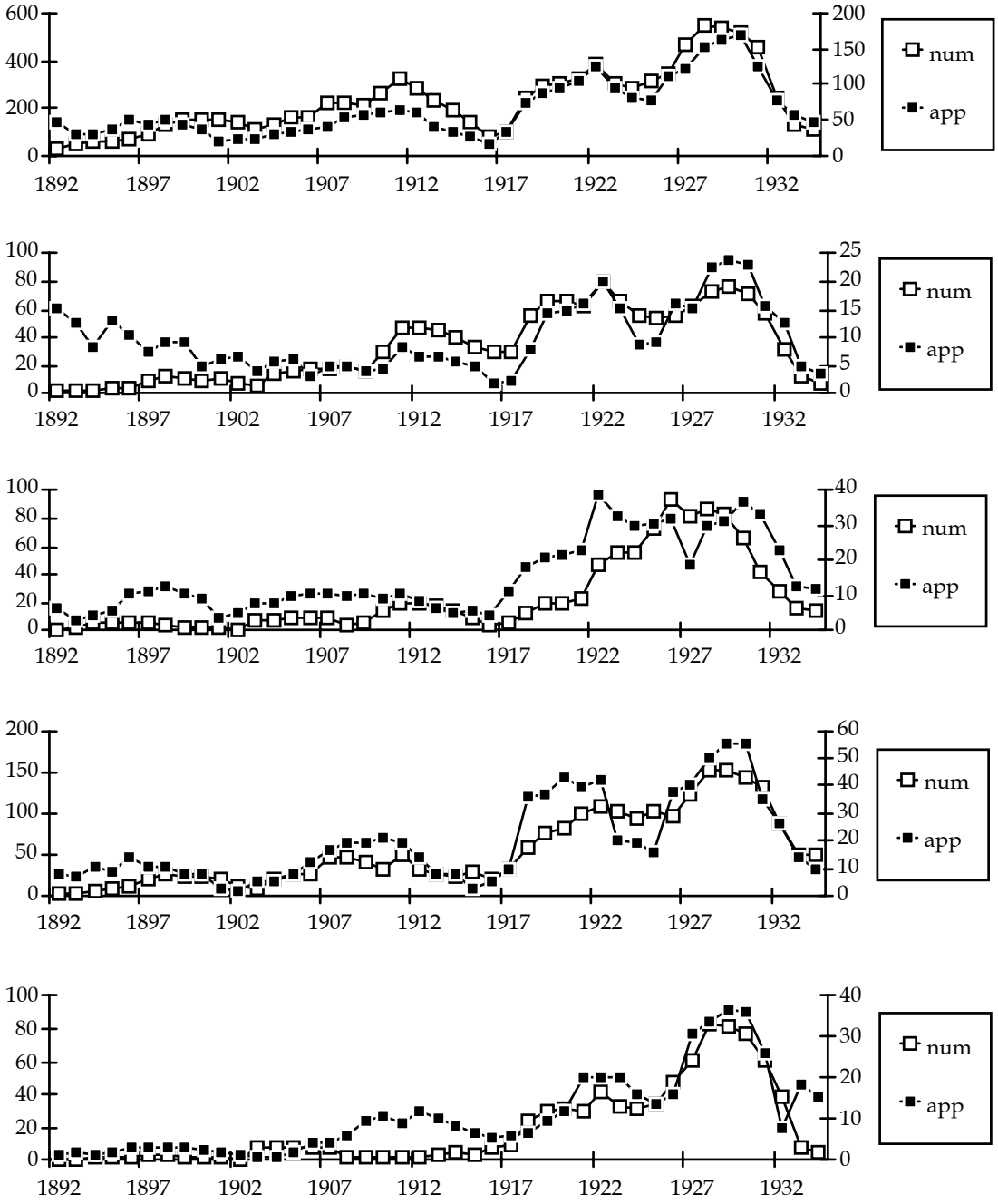
[113] Les apports importants dans les houillères avant 1900 et après 1918 se rattachent à ce modèle de transformation juridique de sociétés, même s'il s'agit ici de très importantes sociétés. Mais les sociétés de grande taille ne sont pas rares non plus dans les secteurs industriels entrés tardivement en Bourse (textile, alimentation, carrières).

Tableau 5.4 : importance des apports en nature par secteur et par période

	Apports en nature					Part relative des apports et des émiss.				
	1891 1936	**1891 1900**	**1901 1913**	**1918 1929**	**1930 1936**	**1891 1936**	**1891 1900**	**1901 1913**	**1918 1929**	**1930 1936**
Assurances	21,43	0	0	9,94	11,49	0,67	0	0	0,60	1,39
Banques	143,6	24,29	45,05	45,5	24,59	0,2	0,15	0,21	0,21	0,34
Soc. fonc.et immob	67,87	22,37	35,03	7,44	3,03	1,46	2,44	4,08	0,33	0,59
Canaux	0,68	0,68	0	0	0	□	□	0	0	0
Chemins de fer	25,8	1,10	1,94	22,76	0	0,61	0,03	0,15	45,58	0
Tramways	33,48	19,59	11,35	2,54	0	0,31	0,26	0,34	1,47	0
Docks et ports	2,00	0	1,70	0,294	0	0,58	0	2,10	1,05	0
Eaux minérales	2,92	2,30	0,25	0	0,38	0,54	0,80	0,62	0	3,12
Distribution d'eau	152,3	0,75	0,55	91,27	51,35	8,36	0,86	7,435	10,67	4,09
Distrib. d'électricité	447,7	50,24	80,91	198,2	114,3	1,00	0,98	1,02	0,99	1,06
Matériel électrique	96,54	25,15	0,61	46,64	23,35	2,27	4,70	0,33	1,45	4,02
Divers électriques	67,44	6,62	22,9	35,94	1,98	0,76	0,24	5,34	0,77	0,08
Textile	211,7	24,35	6,71	122,6	57,99	3,88	6,00	1,89	2,96	19,69
Gaz	122,8	5,96	50,49	41,24	25,11	1,50	0,74	2,02	1,22	6,43
Sidérurgie	181,3	59,58	45,17	66,33	10,2	0,87	4,56	1,58	0,51	0,41
Mécanique	182,2	43,31	30,83	72,26	30,85	0,94	1,48	1,01	0,83	0,92
Houillères	220,1	31,46	0,15	184	4,46	2,60	7,85	0,07	2,64	0,30
Mines métalliques	17,5	0	17,5	0	0	0,81	□	2,45	0	0
Pétrole	5,54	0,27	5	0,27	0	0,09	0,34	3,06	0,01	0
Chimie	284,2	16,9	50,29	157,2	41,93	1,59	1,33	3,88	1,41	0,89
Transports terrestres	17,38	2,52	0	4,06	4,20	0,49	6,41	0	0,43	7,15
Transports marit.	29,69	22,88	1,01	5,81	0	0,33	1,34	0,10	0,14	0
Alimentation	119,3	45,64	35,9	31,69	5,80	1,45	3,01	2,75	0,67	0,74
Carrières et ciments	52,15	6,63	0,69	24,84	19,06	1,52	1,401	0,83	0,97	4
Grands magasins	151,4	66,79	55,93	28,21	0,46	1,81	8,89	3,10	0,60	0,21
Imprim. et papet.	41,14	5,53	2,09	26,32	2,41	1,72	3,62	3,22	1,55	0,31
Divers non méca.	205,7	18,25	42,51	80,61	59,08	1,59	1,17	2,33	1,12	2,25
Divers mécaniques	111,2	3,83	22,58	69,13	6,85	1,2	1,2	1,73	1,37	0,32
Services	384,3	113,5	136	91,09	39,57	0,43	0,63	0,56	0,30	0,45
Transports	109	46,76	16,01	35,46	4,2	0,39	0,38	0,28	0,65	7,15
B. de consommation	692,1	99,91	110	330,4	132,5	1,78	2,35	2,25	1,45	2
B. d'investissement	460,1	128	76,61	185,2	64,39	1,03	2,69	1,26	0,74	1,01
B. intermédiaires	506,1	24,28	69,03	273,3	112,3	2	1,33	3,28	1,88	1,74
Énergie	863,6	94,56	159,4	459,7	145,8	1,13	1,04	1,42	1,20	0,97
Total	3015	507	567,1	1375	498,8	1	1	1	1	1

Légende : les apports en nature sont mesurés au prix du marché (*cf*. chapitre 2), en millions de francs 1913. La part relative des rapports et des émissions est le rapport de la part de chaque secteur dans le total des apports de la période sur sa part dans les émissions. Elle est calculée à partir des apports et des émissions d'actions en numéraire mesurés annuellement en francs 1913. Plus ce ratio est élevé, plus le secteur est orienté vers les apports relativement aux autres.

Graphique 5.1 : montants des apports et des émissions en numéraire pour (de haut en bas) : toutes les sociétés, les biens d'investissement, les biens de consommation, l'énergie et les biens intermédiaires.



Légende : comparaison des moyennes quinquennales des émissions en numéraire (num, échelle de gauche) et des apports en nature (app, échelle de droite), le tout en millions de francs 1913 par an.

L'examen de l'ensemble de ces indicateurs montre que les coûts de mandat n'évoluent pas de manière simple : certains s'accroissent, tandis que d'autres reculent, à la fois en fonction des souhaits des principaux actionnaires, des craintes des épargnants et de l'évolution de la législation. Une conclusion est claire : les coûts de mandat que supportent les sociétés cotées (à en croire les contemporains) ne connaissent pas durant notre période le recul d'ensemble qui serait nécessaire pour en faire une explication majeure du développement du financement de marché qui a lieu entre 1890 et 1930. Dans nombre de cas, il y a multiplication ou accroissement des indicateurs de coûts de mandat parallèlement à la croissance des émissions. La présence dans certaines sociétés de quelques caractéristiques susceptibles d'éveiller la méfiance des épargnants est donc loin de conduire au rejet d'ensemble du marché financier que craignent certains auteurs. En revanche, cet examen global n'autorise pas à rejeter l'idée d'effets négatifs de nos indicateurs au niveau individuel.

II. B. Effets des coûts de mandat au niveau individuel

La présence des indicateurs de coûts de mandat considérés ci-dessus ne semble pas avoir d'effet négatif mesurable globalement sur les émissions. Rien n'empêche en revanche de penser que cet effet puisse être vérifié au niveau des sociétés prises individuellement, et compensé par les émissions accrues d'autres sociétés. Dans ce cas, les coûts de mandat expliqueraient moins les variations globales du financement que l'allocation entre les sociétés cotées d'un volume donné de capitaux disponibles. C'est ce que nous permettent d'examiner les données individuelles que nous avons réunies.

Si les différents indicateurs étudiés ci-dessus sont effectivement considérés par les épargnants comme susceptibles de signaler un danger de détournement de valeur par les dirigeants des entreprises, ce coût d'agence devrait avoir pour conséquence une plus grande difficulté à réaliser des émissions, soit que les épargnants refusent de souscrire, soit qu'ils exigent un rendement supérieur qui décourage les dirigeants de recourir à eux. On devrait donc observer une corrélation négative entre la présence de ces indicateurs et le financement externe, soit par actions (en présence de parts de fondateurs ou d'actions à caractéristiques particulières, ou après création d'actions d'apports), soit par obligations (à la suite d'apports en nature ou de réductions de capital)[114].

[114] Une difficulté réside en ce que les dirigeants peuvent souscrire eux-mêmes aux augmentations de capital (c'est beaucoup plus rare pour les obligations), de sorte que des émissions peuvent être observées même en présence de coûts de mandat élevés. Il n'est pas

II. B. 1. Parts de fondateur et actions non négociables

Pour tester l'effet de l'existence de parts de fondateur ou d'actions à négociabilité limitée (soit non cotées, soit à cessibilité limitée statutairement), nous avons repris les mesures du financement proposées au chapitre 2 et déjà utilisées au chapitre 4, en ajoutant des variables signalant l'existence ou l'absence, la création ou la suppression des catégories de titres en question (actions nominatives non cotées ou non librement cessibles, parts de fondateur ou sociétés en commandite)[115]. Le tableau 5.5 fournit une synthèse des différentes estimations réalisées.

possible de distinguer les souscripteurs (la liquidité du marché rendrait d'ailleurs cette observation inutile, à moins qu'il ne fût possible de vérifier en permanence la distribution du capital entre les catégories d'actionnaires), mais la cotation est le signe que la société ne peut pas se contenter de l'épargne de quelques dirigeants.

[115] Ne disposant pas de données sur les parts et les actions non négociables ou non cotées en 1901, nous avons dû pour la période 1901-1913 nous contenter des données en 1913.

Légende du tableau 5.5.

On mesure ces effets sur trois indicateurs des modes de financement :
- **ACT** : part des actions dans le financement :
- **FINX** : montant des émissions d'actions et d'obligations rapportées à la capitalisation initiale ;
- **RACAUT** : racine carrée de la part de l'autofinancement dans le financement total.

Les variables explicatives sont les mêmes que dans les régressions proposées au chapitre 4, auxquelles s'ajoutent :

- NCIN = 1 quand la société compte des actions non cessibles en début de période, 0 sinon.
- **NCF** = 1 quand la société détient des actions non cessibles en fin de période (actions à vote plural incluses), 0 sinon.
- **NCSP** quand des actions non cessibles disparaissent en cours de période (y compris les actions à vote plural) 0 sinon.
- **PF** = 1 quand des parts de fondateurs non cotées existent en fin de période
- **PSP** = 1 quand les parts de fondateurs non cotées ont été supprimées ou cotées en cours de période, 0 sinon.

Ces estimations sont effectuées pour toutes les sociétés dont l'investissement total est positif sur chaque période, c'est-à-dire dont la valeur de fin de période est supérieure à la valeur de début de période après amortissement. Les sociétés d'assurance sont exclues pour les raisons expliquées dans le texte.

Tableau 5.5 : effet des parts de fondateurs et des actions non librement cessibles sur le financement (hors assurance)

Période 1901-13 (177 soc.)

Variable expliquée : ACT

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	0.065	0.54
PF	-0.082	-1.43
CROI	0.050	1.27
AGE	-0.028	-0.87
KI	-0.009	-0.48
PAOBKI	0.182	2.11
BQ	0.268	2.22
IMM	-0.058	-0.44
TRA	0.192	1.64
DK	-0.096	-0.66
EAM	-0.037	-0.22
DEA	-0.031	-0.17
DEL	0.056	0.50
MEL	0.161	1.06
AEL	0.069	0.39
TXT	0.105	0.69
GAZ	0.093	0.79
SID	0.096	0.86
MET	0.132	1.26
HLL	0.025	0.21
CHI	-0.008	-0.07
TTR	0.067	0.45
TMR	0.045	0.34
ALM	0.087	0.71
CAR	0.065	0.50
GMG	0.117	0.66
IMP	0.310	2.46
DME	-0.011	-0.06

R-squared	0.167
Adj. R-squared	0.016
S.E of regress.	0.256
Durbin-Watson	2.370
Log likelihood	5.018
Mean of depend.	0.126
S.D. of depend.	0.258
Sum of squar.res	9.791
F-statistic	1.111

Période 1901-13 (177 soc.)

Variable expliquée : FINX

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	-0.892	-1.79
PF	-0.403	-1.71
CROI	1.344	8.28
AGE	-0.113	-0.84
KI	-0.018	-0.24
PAOBKI	0.542	1.53
BQ	0.684	1.39
IMM	-0.329	-0.60
TRA	0.922	1.92
DK	-0.335	-0.56
EAM	0.569	0.81
DEA	0.456	0.63
DEL	1.182	2.57
MEL	0.771	1.24
AEL	0.229	0.32
TXT	0.669	1.07
GAZ	0.316	0.66
SID	0.220	0.48
MET	0.710	1.67
HLL	-0.007	-0.01
CHI	-0.187	-0.41
TTR	0.958	1.57
TMR	0.880	1.65
ALM	-0.050	-0.09
CAR	0.284	0.53
GMG	0.216	0.30
IMP	0.319	0.62
DME	-0.688	-0.98

R-squared	0.462
Adj. R-squared	0.365
S.E. of regress	1.047
Durbin-Watson	2.020
Log likelihood	-244.0
Mean of depend.	0.667
S.D. of depend.	1.314
Sum of squar.res	163
F-statistic	4.752

Période 1901-13 (177 soc.)

Var. expliquée : RACAUT

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	0.923	6.09
PF	0.164	2.29
CROI	-0.001	-0.04
AGE	0.015	0.38
KI	0.027	1.20
PAOBKI	-0.288	-2.67
BQ	-0.304	-2.03
IMM	0.009	0.05
TRA	-0.354	-2.43
DK	0.114	0.62
EAM	0.047	0.22
DEA	-0.127	-0.58
DEL	-0.238	-1.71
MEL	-0.174	-0.92
AEL	-0.136	-0.63
TXT	-0.101	-0.53
GAZ	-0.229	-1.58
SID	-0.158	-1.14
MET	-0.202	-1.57
HLL	-0.094	-0.64
CHI	-0.179	-1.29
TTR	-0.196	-1.05
TMR	-0.204	-1.25
ALM	-0.055	-0.36
CAR	-0.088	-0.54
GMG	-0.218	-0.99
IMP	-0.374	-2.40
DME	-0.031	-0.14

R-squared	0.16
Adjusted R-sq	0.00
S.E. of regress.	0.32
Durbin-Watson st	2.35
Log likelihood	-33.4
Mean of depend.	0.84
S.D. of depend.	0.32
Sum of squar.res	15.1
F-statistic	1.01

Données (sociétés)

Series	Mean	S.D.	Max	Min
ACT	0.126	0.26	2.03	0.0
FINX	0.667	1.31	8.11	0.0
RACAUT	0.844	0.32	1.17	-1.0
PF	0.175	0.38	1.00	0.0
CROI	1.134	0.56	3.83	0.0
AGE	2.841	0.73	4.64	1.6
KI	2.553	1.37	6.53	-1.2
PAOBKI	0.191	0.26	1.00	0.0

Var	Mean	Var	Mean
BQ	0.084	MET	0.084
IMM	0.033	HLL	0.067
TRA	0.062	CHI	0.062
DK	0.028	TTR	0.022
EAM	0.016	TMR	0.039
DEA	0.016	ALM	0.045
DEL	0.062	CAR	0.033
MEL	0.022	GMG	0.016
AEL	0.016	IMP	0.039
TXT	0.022	DME	0.016
GAZ	0.056	DIV	0.062
SID	0.079		

Tableau 5.5 (suite)

Période 1913-28 (201 soc.)

Variable expliquée : ACT

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	166.	4.64
PIN	-11.4	-0.63
PSP	0.30	0.01
NCF	-23.2	-1.86
CROI	-33.0	-4.63
AGE	-17.7	-1.97
KI	0.17	0.03
PAOBKI	-0.50	-0.01
BQ	-19.0	-0.72
IMM	-42.7	-1.37
TRA	-90.2	-1.72
DK	-91.9	-2.09
EAM	-74.0	-1.42
DEL	-38.0	-1.61
MEL	-27.9	-0.72
AEL	-14.2	-0.32
TXT	-44.0	-1.23
GAZ	-30.9	-1.10
SID	27.7	1.07
MET	2.98	0.11
HLL	-23.9	-0.89
CHI	-16.7	-0.66
TTR	-39.3	-0.89
TMR	-3.12	-0.09
ALM	-34.4	-1.16
CAR	5.28	0.14
GMG	-58.3	-1.80
IMP	-58.7	-1.74
DME	0.01	0.00

R-squared	0.24
Adjusted R-sq	0.12
S.E. of regres	68.1
Durbin-Watson	2.44
Log likelihood	-1118
Mean of depend.	42.3
S.D. of depend.	72.6
Sum squar.res.	798670
F-statistic	1.98

Période 1913-28 (201 soc.)

Var. expliquée : RACAUT

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	-0.833	-2.60
PIN	0.045	0.27
PSP	0.055	0.22
NCF	0.244	2.18
CROI	0.317	4.99
AGE	0.275	3.43
KI	-0.030	-0.77
PAOBKI	-0.306	-1.22
BQ	0.338	1.43
IMM	0.325	1.17
TRA	-0.104	-0.22
DK	0.885	2.25
EAM	0.724	1.55
DEL	0.492	2.34
MEL	0.115	0.33
AEL	-0.043	-0.11
TXT	0.293	0.92
GAZ	0.306	1.22
SID	-0.373	-1.62
MET	-0.246	-1.01
HLL	0.256	1.07
CHI	0.199	0.88
TTR	0.509	1.30
TMR	-0.030	-0.10
ALM	0.390	1.48
CAR	0.026	0.08
GMG	0.690	2.39
IMP	0.605	2.00
DME	-0.379	-1.18

R-squared	0.363
Adjusted R-sq	0.259
S.E. of regres	0.609
Durbin-Watson	2.232
Log likelihood	-169.8
Mean of depend..	0.548
S.D. of depend..	0.707
Sum squar.res.	63.80
F-statistic	3.504

Période 1928-36 (269 soc.)

Variable expliquée : FINX

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	0.531	2.42
NCSP	0.262	1.15
NCIN	-0.370	-1.69
PIN	-0.212	-1.74
PSP	0.175	0.77
CROI	0.345	3.66
AGE	-0.103	-2.08
KI	-0.059	-1.98
PAOBKI	0.360	1.77
BQ	0.505	2.31
IMM	0.312	1.44
TRA	0.037	0.18
DK	-0.035	-0.13
EAM	-0.294	-1.03
DEA	1.122	3.73
DEL	0.299	1.81
MEL	0.261	1.11
AEL	0.460	1.63
GAZ	0.220	1.04
SID	0.291	1.28
MET	0.016	0.09
HLL	-0.187	-0.64
MMT	0.539	1.61
PET	1.204	4.72
CHI	0.231	1.24
TTR	0.354	1.57
TMR	0.365	0.74
ALM	0.020	0.10
CAR	-0.105	-0.23
IMP	0.358	1.56
DME	0.089	0.40

R-squared	0.40
Adjusted R-sq.	0.27
S.E. of regress.	0.42
Durbin-Watson st	3.41
Log likelihood	-77.4
Mean of depend.	0.35
S.D. of depend.	0.49
Sum of squar.res	24.7
F-statistic	3.08

Données (201 sociétés)

Series	Mean	S.D.	Max	Min
ACT	42.3	72.6	537.	0.0
RACAUT	0.54	0.70	2.38	-2.6
PIN	0.15	0.36	1.00	0.0
PSP	0.05	0.22	1.00	0.0
NCF	0.27	0.44	1.00	0.0
CROI	1.15	0.78	4.73	0.0
AGE	3.16	0.62	4.77	1.9
KI	3.12	1.36	6.75	-0.8
PAOBKI	0.15	0.20	0.82	0.0

Var	Mean	Var	Mean
BQ	0.099	MET	0.059
IMM	0.039	HLL	0.074
TRA	0.009	CHI	0.074
DK	0.014	TTR	0.014
EAM	0.009	TMR	0.034
DEL	0.139	ALM	0.044
MEL	0.019	CAR	0.024
AEL	0.014	GMG	0.034
TXT	0.024	IMP	0.029
GAZ	0.054	DME	0.024
SID	0.079	DIV	0.059

En 1891 comme en 1913, il n'y a pas d'actions non cotées, tandis que toutes les actions non librement cessibles appartiennent à des sociétés d'assurance (à une exception près en 1913). Dans ce secteur, l'effet sur le financement de la cessibilité restreinte est faible et statistiquement non significatif dès lors que l'on tient compte de la taille, de l'âge et de la croissance des sociétés[116]. Ce résultat est valable pour toutes les périodes. Cependant, les compagnies d'assurance, quelles qu'elles soient, procèdent à très peu d'émissions et se développent presque exclusivement par réinvestissements de bénéfices. Aussi n'est-il pas étonnant que leur financement externe ne souffre pas de ce repli sur soi des dirigeants. En revanche, on peut penser qu'elles seules peuvent se permettre de telles pratiques.

Pour les autres secteurs, il est nécessaire de séparer trois périodes : 1901-1913, 1913-1928 et 1928-1936. Durant les deux premières, seul l'effet des parts de fondateurs peut être mesuré en l'absence d'actions non cessibles ou non cotées. Grâce aux données concernant ces types d'actions en 1928 et 1936, on peut en revanche envisager leurs effets à partir des années 1920.

Avant 1901, l'impact des parts de fondateurs (23 cas sur 100 sociétés étudiées une fois exclues les compagnies d'assurance) semble faible : on ne constate aucun effet significatif ni de l'existence de parts de fondateurs ni de la qualité de société en commandite sur le financement, dès lors que l'on tient compte de la taille, de l'âge et de la croissance des sociétés ainsi que du secteur d'appartenance[117]. Ce résultat est vérifié pour tous les indicateurs du financement utilisés au chapitre 4.

Entre 1901 et 1913 en revanche, l'existence de parts de fondateurs non cotées en 1913 est corrélée négativement et significativement avec le financement externe en général et les émissions d'actions en particulier. À moins que leur présence ne soit le signe de dirigeants moins désireux de recourir au financement externe, il semble bien que les parts de fondateurs exercent une influence négative sur les épargnants. En outre, cet effet négatif apparaît au moment où commence à se développer le financement sur le marché des entreprises.

Après 1914, on peut tester à la fois l'effet des parts de fondateurs et celui d'actions non librement cessibles ou non cotées[118]. Entre 1913 et 1928, on ne

[116] Nous ne fournissons pas les estimations pour ne pas alourdir le texte.

[117] On n'a pas reproduit les régressions qui justifient ce résultat, car elles sont identiques à celles fournies pour cette période au chapitre 4, à l'exception de la ligne indiquant l'effet, faible et non significatif, des variables en question ici.

[118] Les sociétés ayant créé de telles actions étant encore peu nombreuses en dehors du secteur de l'assurance, on n'a pas séparé parmi elles celles qui sont à vote plural des autres. Sur 31 cas

constate plus d'effet de l'existence de parts de fondateurs, que ce soit en début de période (31 sociétés concernées), ou en fin[119]. En revanche, l'existence d'actions non librement cessibles en fin de période (55 cas en 1928) est significativement et négativement corrélée avec le financement externe, ce qui semble indiquer un coût de mandat substantiel.

Après 1928, si on considère l'importance du financement externe par rapport à la valeur initiale des sociétés[120], l'existence d'actions non librement cessibles ou de parts de fondateurs freine à nouveau le financement externe, tandis que leur suppression des effets favorables[121].

Au total, on a trouvé un effet négatif de l'existence d'actions à cessibilité limitée quand elles existent, et à deux reprises un effet défavorable des parts de fondateur, ce qui plaide en faveur de la réalité des coûts de mandat évoqués ci-dessus. Entre les années 1890, où les actions sont encore cantonnées dans un public très étroit et informé, et les années postérieures où elles se répandent davantage, une suspicion croissante se manifeste donc à l'égard des caractéristiques des sociétés cotées qui peuvent faire craindre aux petits actionnaires d'être victimes d'abus de la part des dirigeants.

Ce premier regard est cependant limité, car en examinant des périodes assez longues en fonction de caractéristiques présentes ou non à leurs bornes, nous ne pouvons pas rendre compte des réactions du public à la création de certains de ces instruments de contrôle ou d'appropriation de revenus. Les données que nous avons construites dans les autres cas permettent une étude plus satisfaisante à cet égard.

II. B. 2. Les actions à vote plural

Pour mesurer les conséquences de la création d'actions à vote plural, nous avons comparé les émissions réalisées après la création de ces actions à celles

---

d'actions non librement cessibles en 1928, 25 sont des actions à vote plural ; il ne reste après l'interdiction de ces actions que 11 sociétés possédant des actions non librement cessibles en 1936.

[119] Le résultat est le même si on considère non la présence de ces indicateurs mais leur création ou leur suppression. Les créations sont rares (3 sur notre échantillon), les suppressions plus fréquentes (14).

[120] On sait que les indicateurs *ex-post* de la part de l'autofinancement comme de celle des actions sont mal adaptés à cette période de fréquent recul de la valeur des sociétés (*cf.* chapitre 2).

[121] L'effet positif de la suppression des actions à vote plural (donc de la plupart des actions nominales non cessibles) serait peut-être plus fort et significatif si cette suppression n'avait été imposée par la loi : la soumission à une obligation légale ne saurait en effet suffire à prouver la sincérité des dirigeants.

que réalisaient durant le même temps des sociétés n'ayant pas créé de telles actions.

La création massive de ces actions dans les années de fortes émissions précédant immédiatement la crise risquait de conduire à attribuer à ces actions le recul des émissions que connaissent toutes les sociétés. Nous avons donc pour chacune des années 1927, 1928 et 1929 calculé séparément pour les sociétés ayant émis des actions à vote plural en cours d'année et pour l'ensemble des autres sociétés déjà cotées en début d'année le montant des émissions réalisées dans les quatre années ayant suivi (non compris l'année de création des actions à vote plural, dont on ne connaît pas la date exacte). Nous avons ensuite cherché à estimer l'effet de la création d'actions à vote plural sur la capacité d'émission des sociétés concernées.

Les trois régressions que nous avons effectuées pour les années 1927 à 1929 (tableau 5.6) permettent de comparer les émissions des sociétés émettant des actions à vote plural en cours d'année et celles des sociétés dont le capital ne comporte pas en fin d'année de telles actions, en tenant compte du fait que certaines en créeront durant les années suivante (cette dernière variable permet d'estimer l'effet inverse qui va de la multiplication des émissions vers la création d'actions à vote plural).

Légende du tableau 5.6

On cherche à mesurer l'effet des actions à vote plural sur les émissions d'actions en numéraire, soit la variable expliquée **N**. Pour toute année a de création d'actions à vote plural, N est le rapport des émissions en numéraire réalisées durant les années a+1 à a+4 incluses, mesurées en francs 1913 et rapportées à K.
- K est la capitalisation totale en 1928 (titres cotés et non cotés), en millions de francs 1913.

- PL est une variable muette valant 1 si des actions à vote plural ont créées l'année a, 0 sinon.
- PLP de même vaut 1 pour les créations postérieures à l'année a, 0 sinon.
- INS est l'année d'inscription à la cote.
Les effets sectoriels sont mesurés par rapport au secteur divers non mécaniques.

L'échantillon inclut toutes les sociétés inscrites à la cote avant l'année a(incluse) et non disparues en a+4.

Tableau 5.6 : Effet des actions à vote plural sur les émission d'actions en numéraire

Actions à vote plural créées en 1927

Nombre d'observations : 550

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	-79.65	-1.017
PL	11.76	2.882
PLP	8.060	3.305
K	-0.019	-1.406
INS	0.046	1.115
ASS	0.658	0.136
BQ	7.321	1.403
IMM	12.54	2.070
CDF	-5.086	-0.893
TRA	-3.737	-0.568
DK	1.594	0.182
EAM	-4.749	-0.512
DEA	17.52	1.499
DEL	1.647	0.341
MEL	5.408	0.782
AEL	4.941	0.604
TXT	-2.258	-0.407
GAZ	4.147	0.624
SID	12.89	2.299
MET	7.592	1.490
HLL	-0.661	-0.117
MMT	17.63	2.052
PET	-3.035	-0.263
CHI	5.651	1.032
TTR	-3.048	-0.394
TMR	-5.007	-0.753
ALM	-3.377	-0.642
CAR	5.784	0.833
GMG	-0.032	-0.005
IMP	-1.139	-0.172
DME	2.239	0.453

R-squared	0.12
Adjusted R-squared	0.07
S.E. of regression	18.5
Durbin-Watson stat	2.00
Log likelihood	-2369
Mean of dependent	10.4
S.D. of dependent	19.2
Sum of squared resid	1781
F-statistic	2.35

Données

Series	Mean	S.D.	Max	Min
N	10.4	19.1	217.	0.000
K	35.0	64.9	700.	0.139
INS	1903	22.8	1927	1802.

VAR	Mean	VAR	Mean	VAR	Mean
PL	0.045	DEA	0.005	MMT	0.010
PLP	0.149	DEL	0.098	PET	0.005
ASS	0.107	MEL	0.020	CHI	0.047
BQ	0.067	AEL	0.012	TTR	0.014
IMM	0.030	TXT	0.043	TMR	0.023
CDF	0.043	GAZ	0.023	ALM	0.056
TRAM	0.023	SID	0.043	CAR	0.020
DCK	0.010	MET	0.065	GMG	0.030
EAM	0.009	HLL	0.045	IMP	0.023
DME	0.078				

Actions à vote plural créées en 1928

Nombre d'observations : 538

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	18.34	0.23
PL	-1.343	-0.45
PLP	16.58	5.08
K	-0.010	-0.74
INS	-0.005	-0.13
ASS	-2.135	-0.48
BQ	5.209	1.06
IMM	4.715	0.80
CDF	-8.010	-1.50
TRA	-5.532	-0.88
DK	0.196	0.02
EAM	-6.127	-0.67
DEL	-1.148	-0.25
MEL	2.240	0.33
AEL	2.718	0.30
TXT	-0.113	-0.02
GAZ	3.856	0.59
SID	9.505	1.73
MET	6.317	1.33
HLL	-4.163	-0.79
MMT	15.07	1.81
CHI	-0.079	-0.01
TTR	4.013	0.56
TMR	-7.770	-0.98
ALM	-3.202	-0.67
CAR	-3.182	-0.48
GMG	-3.565	-0.62
IMP	0.442	0.07
DME	-2.116	-0.46

R-squared	0.11
Adjusted R-squared	0.06
S.E. of regression	18.4
Durbin-Watson stat	2.06
Log likelihood	-2315
Mean of dependent	8.75
S.D. of dependent	18.9
Sum of squared resid	1720
F-statistic	2.15

Données

Series	Mean	S.D.	Max	Min
N	8.75	18.9	217	0.000
K	33.6	65.1	700	0.139
INS	1904	23.0	1928	1802

VAR	Mean	VAR	Mean	VAR	Mean
PL	0.089	DEL	0.092	CHI	0.052
PLP	0.070	MEL	0.020	TTR	0.016
ASS	0.111	AEL	0.009	TMR	0.013
BQ	0.063	TXT	0.046	ALM	0.066
IMM	0.029	GAZ	0.022	CAR	0.020
CDF	0.044	SID	0.037	GMG	0.031
TRAM	0.024	MET	0.066	IMP	0.024
DCK	0.011	HLL	0.048	DME	0.078
EAM	0.009	MMT	0.011		

Tableau 5.6 (suite)

Actions à vote plural créées en 1929

Nombre d'observations: 488

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	1.2171	1.89
PL	-0.0045	-0.17
PLP	0.2441	3.67
K	-2.5E-5	-0.21
INSC	-5,6E-4	-1.68
ASS	-0.1332	-3.61
BQ	-0.1171	-2.88
IMM	-0.0763	-1.59
CDF	-0.1534	-3.52
TRA	-0.1317	-2.53
DK	-0.0604	-0.83
EAM	-0.1245	-1.60
DEL	-0.0899	-2.35
MEL	-0.0896	-1.64
AEL	-0.0491	-0.68
TXT	-0.0940	-2.13
GAZ	-0.0003	-0.00
SID	-0.0559	-1.13
MET	-0.0904	-2.26
HLL	-0.1331	-2.92
MMT	-0.0640	-0.97
PET	-0.1361	-1.29
CHI	-0.1101	-2.57
TTR	-0.1405	-2.47
TMR	-0.1441	-2.18
ALM	-0.0987	-2.52
CAR	-0.1149	-2.10
GMG	-0.1156	-2.44
IMP	-0.0330	-0.62
DME	-0.0965	-2.52
R-squared		0.087
Adjusted R-squared		0.029
S.E. of regression		0.142
Durbin-Watson stat		1.697
Log likelihood		274.6
Mean of dependent		0.043
S.D. of dependent		0.144
Sum of squared resid		9.268
F-statistic		1.505

NB. PLURP0ST ne vaut 1 que dans 5 cas.

Données

Series	Mean	S.D.	Max	Min
N	0.043	0.14	1.91	0.000
K	30.99	63.2	700	0.139
INS	1904	22.8	1928	1802

VAR	Mean	VAR	Mean	VAR	Mean
PL	0.067	DEL	0.086	PET	0.004
PLP	0.010	MEL	0.020	CHI	0.049
ASS	0.122	AEL	0.010	TTR	0.018
BQ	0.069	TXT	0.043	TMR	0.012
IMM	0.030	GAZ	0.016	ALM	0.073
CDF	0.049	SID	0.028	CAR	0.020
TRAM	0.024	MET	0.065	GMG	0.032
DCK	0.010	HLL	0.040	IMP	0.022
EAM	0.008	MMT	0.012	DME	0.084

Effet des actions à vote plural créées en 1928 dans les sociétés de petite taille

condition: K1928 < 50
Nombre d'observations: 241

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	46.97	0.30
PL	-13.27	-1.69
PLP	28.71	4.47
K	0.087	0.13
INSC	-0.019	-0.24
ASS	-4.715	-0.68
BQ	-10.47	-1.12
IMM	2.155	0.21
CDF	-11.24	-1.40
TRA	-9.189	-1.03
DK	1.608	0.12
EAM	-8.272	-0.67
DEL	-4.470	-0.42
MEL	3.669	0.40
AEL	10.42	0.63
TXT	0.705	0.07
GAZ	31.02	2.23
SID	45.63	3.71
MET	2.723	0.36
HLL	-7.467	-0.68
MMT	22.82	1.86
CHI	-4.059	-0.45
TTR	9.276	0.82
TMR	-10.29	-0.62
ALM	-3.321	-0.42
CAR	-0.762	-0.06
GMG	-2.461	-0.23
IMP	1.684	0.16
DME	-8.609	-1.23
R-squared		0.245
Adjusted R-squared		0.145
S.E. of regression		21.59
Durbin-Watson stat		1.449
Log likelihood		-1067.
Mean of dependent		9.503
S.D. of dependent		23.35
Sum of squared resid		98890
F-statistic		2.455

Échantillon limité aux sociétés de capitalisation boursière en 1928 inférieure à 50 millions de francs courants.

Données

Series	Mean	S.D.	Max	Min
N	9.50	23.3	217	0.000
K	4.22	2.44	9.02	0.139
INS	1908	19.9	1928	1837

VAR	Mean	VAR	Mean	VAR	Mean
PL	0.037	DEL	0.024	CHI	0.041
PLP	0.053	MEL	0.037	TTR	0.020
ASS	0.132	AEL	0.008	TMR	0.008
BQ	0.037	TXT	0.041	ALM	0.070
IMM	0.029	GAZ	0.012	CAR	0.020
CDF	0.070	SID	0.016	GMG	0.024
TRAM	0.041	MET	0.078	IMP	0.029
DCK	0.016	HLL	0.024	DME	0.116
EAM	0.016	MMT	0.016		

En 1927, la création d'actions à vote plural est corrélée positivement avec les émissions postérieures. On en déduit que non seulement ces actions n'ont pas de coût de mandat, mais qu'elles permettent aux sociétés les émettant de continuer la politique d'émissions importantes qui les a amenées à créer de telles actions. En 1928 et 1929, si l'effet positif des créations d'actions à vote plural réalisées dans l'année disparaît, l'effet négatif qui le remplace est faible et statistiquement non significatif. Dans tous les cas, les sociétés qui émettront plus tard de telles actions se caractérisent par des émissions significativement supérieures.

La création d'actions à vote plural ne semble donc avoir aucun effet négatif sur la capacité d'émission des sociétés concernées. Cette pratique, qui se conjugue avec une forte croissance (permise en particulier par des émissions importantes sur le marché) n'entraîne pas de suspicion des souscripteurs. Est-ce parce qu'ils sont convaincus par l'argument des dirigeants selon lequel ces actions ne sont destinées qu'à éviter une mainmise étrangère sur l'économie nationale ? ou parce que la hausse rapide de la Bourse dans les années 1927-1929, précisément celles où ces actions se multiplient, rend les épargnants peu regardants sur les risques encourus en abandonnant le contrôle aux dirigeants du moment ?

On peut juger de la première explication en examinant les effets de la création d'actions à vote plural dans les petites sociétés, qui ne risquent pas d'attirer les capitaux étrangers. Sur notre échantillon, 21 sociétés ayant des actions à vote plural ont une capitalisation en 1928 inférieure à 50 millions. En réduisant notre échantillon aux sociétés de cette taille, on trouve en 1928 un effet négatif significatif des actions à vote plural sur les émissions (*cf*. la dernière estimation du tableau 5.6), mais aucun effet en 1929, ce qui reste ambigu[122].

Il est difficile de vérifier la seconde explication du fait que les actions à vote plural ont été presque toutes créées durant la période de forte hausse des cours. Le fait que certaines sociétés en aient créé auparavant sans cesser pour autant d'émettre[123], parfois en quantités importantes, indiquerait plutôt que les souscripteurs potentiels ne sont que peu préoccupés par la confiscation du

[122] En 1927, on n'a que deux entreprises, ce qui interdit un test statistique.

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

contrôle quand ils ont confiance dans la direction.

Il semble donc difficile de voir, sauf peut-être pour les petites sociétés, la création d'actions à vote plural comme entraînant une véritable méfiance des épargnants. Ceux-ci semblent plutôt les accepter comme la contrepartie normale de l'élargissement de la propriété du capital dont ils bénéficient.

II. B. 3. Les apports en nature

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

Nous avons mesuré les apports réalisés durant les années entourant immédiatement la cotation, et les avons comparés aux émissions en numéraire réalisées dans les années suivantes[124].

Le tableau 5.7 présente ces données ; on y constate que si la plupart des sociétés réalisent soit des émissions en numéraire, soit des apports en nature, très peu réalisent les deux à la fois, ce qui semble aller dans le sens d'un effet négatif des seconds.

Un test plus rigoureux est proposé dans le tableau 5.8, où la relation entre les deux flux est corrigée des influences potentielles du secteur d'appartenance, de la date d'inscription et de la taille.

---

[124] Précisément, l'inscription à la cote ayant lieu l'année a, nous avons comparé les apports réalisés entre les années a-2 et a+1 inclues et les émissions en numéraire réalisées entre les années a et a+6 inclues. Tous ces calculs sont réalisés sur les données individuelles mises en francs 1913. Cette méthode impose de restreindre l'échantillon aux sociétés inscrites à la cote avant 1931, sous peine de ne pas disposer des données pour les six années après cotation.
Pour permettre une comparaison entre sociétés, nous avons rapporté ces deux flux au capital libéré de chaque société lors de son inscription à la cote. En effet, nous ne disposions pas de la valeur boursière des sociétés chaque année. Il est cependant rare que cette valeur soit, l'année d'inscription à la cote, très différente du capital libéré, car les épargnants répugnent à souscrire à des titres au-dessus du pair.

Tableau 5.7 : importance des apports autour de la cotation

	nb	K	insc	rnum	rapp	A	B	C
1 : assurances	71	2,65	1893	0,40	0,01	0,27	0,00	0,01
2 : banques	63	17,97	1900	0,99	0,06	0,73	0,05	0,11
3 : soc. fonc. et immob.	24	9,97	1912	2,55	0,09	0,83	0,13	0,21
4 : canaux	4	5,06	1872	0,00	0,24	0,25	0,00	0,25
5 : chemins de fer	45	24,97	1888	0,36	0,10	0,53	0,07	0,13
6 : tramways	22	12,81	1899	0,54	0,12	0,77	0,14	0,27
7 : docks et ports	8	6,77	1878	0,43	0,13	0,63	0,25	0,38
8 : eaux minérales	6	4,49	1902	0,07	0,00	0,17	0,00	0,00
9 : distribution d'eau	5	10,08	1878	0,46	0,19	0,80	0,20	0,40
10 : distrib. d'électricité	72	10,05	1914	0,76	0,09	0,79	0,15	0,17
11 : matériel électrique	19	9,42	1916	0,57	0,12	0,74	0,16	0,26
12 : divers électriques	8	11,00	1912	1,33	0,12	0,88	0,50	0,50
13 : textile	32	7,27	1919	0,73	0,16	0,75	0,31	0,41
14 : gaz	26	11,00	1889	0,52	0,25	0,65	0,23	0,35
15 : sidérurgie	32	10,91	1904	0,73	0,12	0,75	0,06	0,22
16 : mécanique	59	7,03	1909	0,74	0,22	0,75	0,36	0,42
17 : houillères	25	9,58	1899	0,43	0,14	0,52	0,12	0,20
18 : mines métalliques	8	9,54	1913	0,48	0,11	0,75	0,25	0,25
19 : pétrole	6	14,73	1923	1,26	0,03	1,00	0,00	0,17
20 : chimie	43	7,46	1910	0,63	0,21	0,67	0,28	0,40
21 : transports terrestres	16	5,90	1908	0,38	0,11	0,63	0,06	0,25
22 : transports marit.	23	10,88	1894	0,72	0,15	0,78	0,17	0,30
23 : alimentation	52	5,03	1913	0,52	0,15	0,73	0,15	0,31
24 : carrières et ciments	20	5,13	1911	0,58	0,29	0,70	0,30	0,50
25 : grands magasins	23	10,89	1918	0,56	0,19	0,78	0,48	0,57
26 : imprim. et papet.	20	5,89	1900	0,35	0,13	0,55	0,10	0,25
27 : divers non méca.	79	3,52	1914	0,59	0,18	0,61	0,16	0,29
28 : divers mécaniques	32	5,19	1919	1,00	0,19	0,94	0,28	0,41
total	843	9,06	1906	0,68	0,14	0,67	0,17	0,26

Légende : on a indiqué pour chaque secteur : le nombre de sociétés inscrites à la cote avant 1930 (inclus) : le capital libéré moyen de ces sociétés lors de leur inscription (en millions de francs 1913) ; la date moyenne de cette inscription ; le rapport des émissions en numéraire réalisées dans les années suivant l'inscription (rnum) et des apports réalisés autour de la cotation (rapp) sur le capital à l'inscription (*cf.* légende du tableau 5.8 pour plus de détail). Enfin, la colonne A donne la proportion des sociétés considérées dans lesquelles soit des apports, soit des émissions en numéraire ont été réalisées, la colonne B celle des sociétés ayant réalisé les deux, et C celle de toutes les sociétés ayant réalisé des apports (incluant donc B).

Légende du tableau 5.8

RNUM : émissions en numéraire réalisées dans les six années suivant l'année d'inscription (exclue) rapportées à K (le tout mesuré en francs 1913).
APP : montant en millions de francs 1913 des apports en nature réalisés de deux années avant l'inscription à la suivante (incluses)
RAPP : APP rapporté à K.
LK : logarithme de **K** , capitalisation nominale libérée lors de l'inscription (millions de francs 1913)
LINS : logarithme de la date d'inscription **INS**.
Les autres variables sont les secteurs utilisés habituellement.

Les cas trop éloignés de la moyenne ont été ôtés de l' échantillon. En effet, quand le capital initial est trop faible par rapport aux émissions réalisées, on atteint des taux d'émissions (RAPP ou RNUM) très élevés qui risquent de biaiser nos résultats. Nous avons ôté pour cette raison 37

sociétés sur 843 (soit les cas où RAPP est supérieur à 1 ou RNUM supérieur à 5.

Tableau 5.8 : effet des apports sur les émissions en numéraire

Variable expliquée: RNUM

Conditions: INS < 1931 et RAPP<1 et RNUM<5

Nombre d'observations:816

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	-7.23	-0.35
RAPP	-0.39	-3.01
APP	0.00	0.48
LK	-0.05	-1.79
LINS	1.02	0.38
ASS	-0.10	-0.73
BQ	0.49	3.35
IMM	0.93	4.83
CAN	-0.36	-0.86
CDF	-0.10	-0.65
TRAM	0.17	0.83
DCK	0.03	0.12
EAM	-0.45	-1.22
DEA	0.09	0.26
DEL	0.35	2.59
MEL	0.14	0.67
AEL	0.80	2.79
TXT	0.31	1.89
GAZ	0.11	0.61
SID	0.38	2.14
MET	0.19	1.33
HLL	-0.15	-0.76
MMT	0.08	0.28
PET	0.88	2.56
CHI	0.06	0.44
TTR	-0.05	-0.26
TMR	0.36	1.86
ALM	0.02	0.17
CAR	0.24	1.14
GMG	0.15	0.78
IMP	-0.07	-0.37
DME	0.41	2.41

R-squared	0.10
Adjusted Rsquared	0.06
S.E. ofregression	0.81
Durbin-Watson st	2.12
Log likelihood	-966
Mean of depend.	0.60
S.D. of depend.	0.83
Sum of squar. res	510
F-statistic	2.80

Variable expliquée: RNUM

Conditions: INS < 1931 et RAPP<1 et RNUM<5 et K <= 5

Nombre d'observations:448

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	-39.6	-1.43
RAPP	-0.75	-2.01
APP	0.19	1.31
LK	-0.12	-1.87
LINS	5.32	1.45
ASS	-0.07	-0.48
BQ	-0.22	-0.73
IMM	0.97	3.68
CDF	-0.30	-1.47
TRAM	0.10	0.32
DCK	0.16	0.33
EAM	-0.39	-0.80
DEA	-0.06	-0.15
DEL	0.54	2.94
MEL	0.20	0.81
AEL	0.36	0.60
TXT	0.46	2.09
GAZ	0.11	0.42
SID	0.75	2.53
MET	0.13	0.68
HLL	-0.13	-0.56
MMT	-0.03	-0.08
CHI	0.11	0.55
TTR	0.03	0.12
TMR	0.48	1.27
ALM	0.01	0.08
CAR	0.33	1.25
GMG	0.11	0.45
IMP	-0.04	-0.17
DME	0.39	2.02

R-squared	0.13
Adjusted Rsquared	0.07
S.E. ofregression	0.82
Durbin-Watson st.	2.34
Log likelihood	-533
Mean of dependent	0.60
S.D. of dependent	0.85
Sum of squar. res	283
F-statistic	2.16

Variable expliquée: RNUM

Conditions: INS < 1931 et RAPP<1 et RNUM<5 et K > 5

Nombre d'observations:368

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	27.03	0.84
RAPP	-0.393	-2.10
APP	-0.001	-0.49
LK	0.079	1.12
LINS	-3.554	-0.84
ASS	-0.302	-0.96
BQ	0.575	2.75
IMM	0.781	2.64
CDF	0.153	0.54
TRAM	0.227	0.82
DCK	0.071	0.18
EAM	-0.383	-0.66
DEA	0.520	0.89
DEL	0.239	1.10
MEL	-0.000	-0.00
AEL	0.913	2.67
TXT	0.155	0.58
GAZ	0.135	0.45
SID	0.256	1.04
MET	0.280	1.23
HLL	-0.146	-0.42
MMT	0.296	0.61
PET	0.838	2.30
CHI	0.086	0.35
TTR	-0.246	-0.61
TMR	0.355	1.39
ALM	0.038	0.13
CAR	0.124	0.36
GMG	0.193	0.66
IMP	-0.021	-0.06
DME	0.650	1.51

R-squared	0.15
Adjusted Rsquared	0.07
S.E. of regress.	0.78
Durbin-Watson st.	2.73
Log likelihood	-415
Mean of dependent	0.60
S.D. of dependent	0.81
Sum of squar. res	205
F-statistic	1.94

Tableau 5.8 (suite) : données des estimations réalisées

816 sociétés

Var	Mean	S.D.	Max	Min
RNUM	0.59	0.83	4.91	0.00
RAPP	0.11	0.24	0.99	0.00
APP	1.71	12.3	288.	0.00
LK	1.51	1.14	5.84	-1.67
LINS	7.55	0.01	7.56	7.49

Var	Mean	Var	Mean
ASS	0.087	SID	0.036
BQ	0.075	MET	0.066
IMM	0.028	HLL	0.025
CAN	0.004	MMT	0.009
CDF	0.049	PET	0.007
TRA	0.025	CHI	0.056
DK	0.009	TTR	0.019
EAM	0.006	TMR	0.026
DEA	0.007	ALM	0.060
DEL	0.088	CAR	0.023
MEL	0.023	GMG	0.029
AEL	0.011	IMP	0.024
TXT	0.040	DME	0.036
GAZ	0.028	DIV	0.091

448 sociétés

Var	Mean	S.D	Max	Min
RNUM	0.59	0.85	4.88	0.00
RAPP	0.09	0.22	0.99	0.00
APP	0.22	0.54	3.68	0.00
LK	0.67	0.66	1.60	-1.67
LINS	7.55	0.01	7.56	7.50

Var	Mean	Var	Mean
ASS	0.138	SID	0.020
BQ	0.020	MET	0.053
IMM	0.026	HLL	0.031
CDF	0.053	MMT	0.011
TRA	0.015	CHI	0.053
DK	0.006	TTR	0.024
EAM	0.006	TMR	0.011
DEA	0.008	ALM	0.082
DEL	0.066	CAR	0.026
MEL	0.031	GMG	0.026
AEL	0.004	IMP	0.024
TXT	0.040	DME	0.058
GAZ	0.026	DIV	0.125

368sociétés

Var	Mean	S.D	Max	Min
RNUM	0.59	0.81	4.91	0.00
RAPP	0.12	0.26	0.99	0.00
APP	3.54	18.2	288.	0.00
LK	2.53	0.69	5.84	1.61
LINS	7.55	0.01	7.56	7.49

Var	Mean	Var	Mean
ASS	0.024	SID	0.057
BQ	0.144	MET	0.081
IMM	0.029	HLL	0.019
CDF	0.043	MMT	0.008
TRA	0.038	PET	0.016
DK	0.013	CHI	0.059
EAM	0.005	TTR	0.013
DEA	0.005	TMR	0.046
DEL	0.114	ALM	0.032
MEL	0.013	CAR	0.019
AEL	0.019	GMG	0.032
TXT	0.040	IMP	0.024
GAZ	0.029	DME	0.010

L'influence négative des apports sur les émissions en numéraire est nette, significative statistiquement, et élevée : la création d'actions d'apports représentant 20% du capital implique en moyenne un taux d'émissions d'actions par rapport au capital de 8 point inférieur. Nous avons cherché à contrôler cette relation en la testant sur plusieurs sous-périodes : les résultats sont identiques, et le coefficient le même. Si on teste enfin cette relation sur des échantillons séparant les entreprises en fonction de la taille, on constate que l'effet négatif des apports est beaucoup plus marqué parmi les sociétés de petite taille : son coefficient atteint 0,75, contre environ 0,4 dans toutes les autres estimations effectuées.

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

II. B. 4. Autres indicateurs des coûts de mandat

Comme nous l'avons dit au début de ce chapitre, les coûts de mandat permettent d'expliquer une grande part des caractéristiques propres des différents secteurs en matière de financement. Nous avons vu au chapitre précédent que le recours plus important des secteurs de service public au financement obligataire était susceptible de s'expliquer par la surveillance qu'exerce la puissance publique sur les sociétés de ces secteurs. Ces mêmes avantages se retrouvent pour l'ensemble des financements externes dès lors que

l'on introduit un conflit d'intérêt potentiel entre les différentes catégories d'actionnaires.

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

La possibilité de contrôler les dirigeants est probablement supérieure dans les secteurs établis où la rentabilité normale est facilement connue par comparaison avec d'autres sociétés. Ceci pourrait expliquer le décalage observé au chapitre 2 entre l'apparition d'un secteur à la cote et le début de son recours régulier au marché, ainsi que le grand nombre de sociétés n'ayant pas recours au marché dans les années suivant immédiatement leur inscription à la cote.

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

Avec les garanties que fournissent les actifs aisément liquidables de certains secteurs (sociétés immobilières), ces explications en termes de coûts de mandat permettent de rendre compte de la plupart des effets sectoriels qui subsistent après la prise en compte de tous les indicateurs que nous avons utilisés jusqu'ici. Cependant, la multiplicité de ces explications et le manque d'indicateurs précis permettant de les tester font que cette convergence ne peut être considérée que comme le complément d'une explication par les coûts de mandat qui devait trouver ses principaux arguments ailleurs.

Les résultats ainsi obtenus au niveau individuel sont donc assez différents de ceux que nous avions obtenus à l'échelle globale. La présence des indicateurs de coûts de mandat examinés ci-dessus n'est pas apparue à l'échelle de l'ensemble des sociétés cotées comme un obstacle au développement du marché qui a lieu durant notre période : dans quelques cas, la raréfaction de ces indicateurs contribue peut-être à ce développement, mais aucune relation globale n'a semblé significative.

En revanche, au niveau individuel, plusieurs indicateurs ont un effet négatif sur les émissions. On en déduit que les épargnants craignent bien

certains abus de la part des dirigeants des entreprises. Ces craintes ne les détournent pas du marché, mais les amènent à privilégier les sociétés ne donnant pas prise aux soupçons. Les coûts de mandat ont ainsi moins d'effet sur le développement global du marché que sur l'allocation des capitaux entre les sociétés, et contribuent ainsi à expliquer les spécificités sectorielles et individuelles que nous avions soulignées précédemment.

III. QUELQUES LIMITES DES COÛTS DE MANDAT

L'examen détaillé de plusieurs indicateurs des coûts de mandat nous a conduit à considérer que si ces coûts avaient un effet d'allocation entre les sociétés, ils ne s'opposaient pas au développement du marché dans son ensemble.

Il convient de se demander pourquoi ces obstacles ont si peu d'effet, alors que la théorie financière contemporaine leur accorde une grande importance dans un monde beaucoup plus protégé juridiquement que celui que nous étudions.

L'explication traditionnelle de ce paradoxe (A. Sauvy, 1984) réside dans l'irrationalité des petits épargnants qui affluent en Bourse dans les années 1920. Soit qu'ils se réfugient dans le placement en actions du fait des pertes qu'ils subissent sur les obligations en ces temps d'inflation, soit même qu'ils ne s'y dirigent que pour des raisons spéculatives, ces épargnants ne se préoccuperaient pas des risques que comporte ce nouveau placement, tout à leur satisfaction de voir la valeur nominale de leurs actifs augmenter.

Qu'elle suppose une illusion monétaire ou simplement une passion pour la spéculation, cette explication n'est pas suffisante : tout d'abord, elle ne rend pas compte du développement du financement sur le marché avant 1914 ; ensuite, elle suppose trop facilement que les petits épargnants sont assez nombreux pour fixer les cours ; enfin, l'hypothèse d'irrationalité nous semble devoir être évitée autant que possible. Il convient donc de rechercher d'autres explications permettant d'échapper au paradoxe que nous avons envisagé. Ce sont ces explications que nous examinons ci-dessous.

III. A. L'exigence de dividendes élevés

Nombre d'indices tendent à montrer qu'avant 1914, les actionnaires semblent chercher une protection contre les agissements potentiels des

dirigeants dans le dividende. La théorie financière considère également que le dividende peut avoir cette fonction : d'une part, il fournit un signal sur la solidité de l'entreprise ; d'autre part, en distribuant un dividende élevé, une société montre aux actionnaires qu'elle se met dans leur dépendance et réduit donc les craintes de comportements des gestionnaires nuisibles aux intérêts des actionnaires, ce qui facilite les émissions d'actions[125]. On montrera d'abord que cette hypothèse est cohérente avec ce qu'on connaît des comportements des différentes catégories d'actionnaires. On examinera ensuite deux types d'arguments qui incitent à considérer que cette solution pourrait compenser les effets des asymétries d'information et des lacunes de la législation protégeant les actionnaires minoritaires.

III. A. 1. La protection par le dividende : un contrat implicite

On a vu ci-dessus que le conflit potentiel qui caractérise notre période oppose moins les gestionnaires aux actionnaires que les différentes catégories d'actionnaires entre eux, actionnaires extérieurs contre "gros" actionnaires dirigeants. Les dividendes élevés sont une exigence des petits actionnaires, à la fois parce qu'ils correspondent à leurs besoins et parce qu'ils les protègent contre les abus possibles des dirigeants.

En premier lieu, l'exigence de dividendes élevés découle du système social de l'époque. En effet, les petits actionnaires accumulent durant leur vie active un capital qui devra assurer le revenu de leurs vieux jours. Respectant la règle traditionnelle selon laquelle on doit vivre de son capital sans le consommer[126], ils exigent des actions un revenu en dividende assez élevé, puisqu'ils ne veulent pas liquider de titres même si les cours montent. L'idée d'épargner en accumulant des bénéfices au sein de l'entreprise ne peut pas les effleurer un instant, car considérer des gains en capital comme des revenus serait spéculer et mettre son revenu futur à la merci des retournements de la conjoncture boursière. Vivre des revenus de son capital sans en liquider aucune partie est plus conforme à la mentalité bourgeoise, mais implique une seconde exigence des petits porteurs : un dividende stable, aussi indépendant que possible des résultats de la société.

Ces exigences reflètent un public traditionnellement attaché aux

[125] En revanche, les dividendes sont défavorables aux émissions d'obligations, car ils diminuent la garantie dont elles bénéficient.

[126] Cette règle résulte d'abord de l'incertitude sur la date de décès. Elle découle surtout de la volonté de laisser un héritage, souci dynastique dont témoigne la faiblesse de la diffusion de la rente viagère.

avantages de la rente publique et des obligations des émetteurs les plus sûrs. La théorie financière habituelle, qui suppose que les plus-values et les dividendes sont équivalents, est ici inadéquate. Cette inadéquation tient à ce que sa validité n'est défendable qu'à long terme du fait des variations imprévisibles de la Bourse que ne peut négliger l'épargnant ayant des besoins impératifs de revenu à court terme.

Ces exigences ne nuisent aucunement à l'efficacité du marché, au moins au regard de la théorie néoclassique, puisque l'allocation de l'épargne, en particulier des sociétés, ne peut être que mieux assurée quand les bénéfices sont distribués que quand les entreprises les affectent d'autorité à leurs investissements[127]. La distribution de l'ensemble des bénéfices évite les coûts de mandat des actions et constitue ainsi la meilleure protection possible des actionnaires, au moins dans l'hypothèse d'absence de coûts de transactions (de répartition des dividende et de leur placement du côté des épargnants, de liquidité et d'émission de titres du côté des entreprises).

Cependant, comme le font remarquer les dirigeants des entreprises devant leurs Assemblées générales, cette exigence de distribution correspond implicitement à une conception ancienne de la société comme entreprise provisoire destinée à réaliser un investissement particulier jusqu'à son achèvement pour se dissoudre ensuite, conception opposée à la théorie "américaine" selon laquelle il est normal de retenir les bénéfices pour assurer le développement de l'entreprise (Baskin, 1988, p. 230). Cette conception, qui correspondait aux besoins lorsqu'il s'agissait de constituer une société le temps d'un voyage commercial au long cours au terme duquel tout le profit était partagé entre les associés, n'est manifestement pas adaptée dès lors qu'un actif physique et un ensemble de compétences importants méritent d'être maintenus en état et développés.

Si elle est plus efficace, la constitution de réserves est également avantageuse pour les dirigeants. En effet, ils n'ont pas les mêmes besoins de liquidité que les petits actionnaires et ressentent donc davantage le poids de la fiscalité sur les dividendes (alors que les plus-values, on l'a vu, sont très peu imposées). Enfin, ils peuvent tirer parti de leur contrôle sur la société pour

[127] C'est l'idée initiale de Jensen et Meckling (1976). On doit donc considérer comme un peu rapide l'affirmation de De Long & Grossman (1992), selon lesquels le haut niveau de la rentabilité par dividendes en Grande-Bretagne à la même époque résulterait d'une frilosité excessive des épargnants et contribuerait à expliquer la faiblesse de la croissance anglaise. En théorie, le niveau élevé des dividendes n'a pas de raison de nuire à l'investissement. Ce n'est que si le marché boursier est imparfait que l'allocation de l'épargne aux emplois les plus efficaces peut être meilleure sans distribution des bénéfices. Le niveau élevé des dividendes ne pénalise les sociétés que s'il correspond à une rentabilité totale (dividende et plus-value) excessivement supérieure au rendement des placements sans risque.

s'approprier une partie de sa valeur, en particulier celle des réserves.

Une réconciliation de ces intérêts contradictoires est possible. Elle consiste à ce que les entreprises paient des dividendes élevés et obtiennent en contrepartie la possibilité de mettre en réserve les bénéfices supplémentaires. En échange de la satisfaction de leur demande, et en guise de prime payée pour cette assurance, les petits porteurs ferment les yeux sur les asymétries d'information en leur défaveur, c'est-à-dire acceptent tacitement d'abandonner une partie de leurs espoirs de gains en capital et tous leurs pouvoirs de direction aux capitalistes. On peut parler d'un véritable contrat implicite dans lequel les gros actionnaires obtiennent un droit préférentiel sur les augmentations de la valeur des sociétés en acceptant de supporter plus de risques.

Ces risques ne sont pas négligeables. D'une part leur travail de direction n'est en général pas rémunéré, car les membres du Conseil d'Administration ne peuvent pas être salariés. D'autre part ce sont eux qui risquent le plus en cas de faillite, puisqu'à la différence des petits actionnaires leur rôle économique exige d'eux d'investir massivement dans les entreprises et donc le plus souvent de ne pas diversifier leur patrimoine. Enfin, leurs rémunérations spécifiques sont toutes très volatiles, qu'il s'agisse des sommes qui leur sont réellement distribuées (jetons de présence, tantièmes, revenu des parts de fondateurs), ou des réserves qui leur profitent davantage qu'aux autres actionnaires. On peut donc considérer qu'ils remplissent réellement le rôle de capitalistes, porteurs finals des risques et rémunérés en conséquence en cas de succès, tandis que les petits porteurs sont seulement dans une situation intermédiaire avec celle des obligataires, et ne supportent que des risques plus faibles.

On notera que si cette hypothèse est juste, la situation des actionnaires ordinaires français est très similaire de celle de leurs homologues anglo-saxons détenteurs majoritairement d'actions à dividende prioritaire (Baskin, 1988). Au lieu d'être clairement inscrits dans la dénomination juridique des titres, cette situation est seulement en France le résultat d'un contrat implicite entre les différentes catégories d'actionnaires.

III. A. 2. Arguments juridiques

L'évolution des statuts des entreprises, de la législation et des solutions apportées par les tribunaux aux conflits concernant leur application, montre bien que les actionnaires s'adressent fondamentalement à la société comme à un débiteur dont le développement et l'enrichissement ne sont aucunement un objectif du créancier. On peut constater que leur exigence de distribution

immédiate et intégrale des résultats de l'activité est longtemps soutenue par des juristes qui partagent souvent la conception ancienne de la société[128].

Cette exigence de distribution se traduit en effet dans les statuts et la législation de l'époque. En premier lieu, on a vu que les statuts imposent la distribution de dividendes minimaux élevés, souvent supérieurs au rendement des obligations. En l'absence d'inflation érodant la valeur relative du capital nominal, ces pourcentages limitent durablement la capacité d'expansion par autofinancement des sociétés[129]. Pour la plupart des auteurs de l'époque, aucune réserve ne peut être constituée tant que le dividende statutaire n'est pas payé, et celui-ci est souvent exigé même en l'absence de bénéfices : il est assimilé aux frais généraux, et passe devant les amortissements si nécessaire[130].

Mieux, un grand nombre de juristes s'opposent à la constitution de réserves même après la distribution du dividende statutaire[131]. Si réserves il y a,

---

[128] En témoigne la nécessité de définir statutairement la durée de toute société lors de sa fondation : la loi ne conçoit pas de créer des êtres à durée de vie indéfinie.

[129] En outre, quand bien même les profits permettraient la constitution de réserves, leur incorporation au capital risque de s'imposer à la société. En effet, les créanciers considèrent le capital comme une garantie bien meilleure que des réserves que l'Assemblée générale peut à tout moment décider de distribuer aux actionnaires (*cf. infra*). Si le capital est augmenté, les dividendes statutaires le suivent automatiquement.

[130] La discussion de la licéité du paiement des dividendes statutaires en l'absence de bénéfices est présentée ainsi par Lacour & Bouteron (1921, §405-7) : "La clause qu'on rencontre habituellement porte que [...] un intérêt fixe sera payé aux actionnaires [...] même en l'absence de bénéfices ; souvent elle ajoute que cet intérêt sera compris dans les frais généraux de la société. Au point de vue économique, cette clause répond à un besoin évident, lorsqu'il s'agit d'une grande entreprise industrielle, dont l'exploitation ne peut commencer qu'après des travaux d'établissement exigeant plusieurs années". "On a soutenu que (cette clause) devait être réputée nulle [... car] la distribution de ce coupon, en l'absence de bénéfices, entraîne la réduction du capital, sur l'intégralité duquel les créanciers sociaux étaient autorisés à compter". Mais, comme on ne réduit pas réellement le capital, il suffit pour être en règle d'affecter les premiers bénéfices à le reconstituer, et les créanciers ne peuvent se plaindre dès lors "que la clause d'intérêt fixe [a] été insérée dans l'extrait statutaire publié par la presse". La Cour de cassation refuse même d'imposer cette dernière condition (7 novembre 1899, Civ.), car "si les statuts portent (c'est l'hypothèse la plus fréquente) que l'intérêt servi aux actionnaires sera porté au compte des frais généraux de la société, on peut se dispenser de la publicité, car la société n'est pas, en thèse générale, obligée de faire connaître en quoi consistent ses frais généraux." Les auteurs regrettent ce jugement car il s'agit de frais généraux affectant les tiers de manière imprévisible par eux, et suggèrent que cette pratique devrait être limitée par la loi à la période de lancement de la société. Peu d'auteurs considèrent alors que le dividende n'est pas un intérêt et qu'il ne peut être distribué que s'il y a des bénéfices (Cellerier, 1905, pp. 414-9).

[131] Cette hostilité aux mises en réserve est partagée par la plupart des auteurs autour du tournant du siècle (*cf.* par exemple Morin, 1908, p. 347 ; Lecouturier, 1902, p. 289). Le conflit avec des conseils d'administration plus soucieux de la croissance future va souvent jusqu'au tribunal avant 1914 (Charpentier, 1921, § 338s.). J. Bouvier (*op. cit.*, pp. 117ss) parle des difficultés qu'a H. Germain pour obtenir l'affectation aux réserves d'une partie des bénéfices et de la manière dont il définit une partie des bénéfices (toutes les opérations à l'étranger et sur titres) comme extraordinaires, pour les affecter aux réserves et éviter d'habituer l'actionnaire à un dividende exagéré. Bouton (1932, p. 286) proteste parmi beaucoup contre le "dividende simplement décent" de sociétés prospères.

elles doivent rester distribuables, car leur incorporation au capital équivaudrait à une souscription obligatoire. Cette conception se rencontre encore après la première guerre mondiale : "L'assemblée [...] ne peut les [les actionnaires] obliger à souscrire de nouvelles actions ou à faire des versements non prévus par les statuts [...]. Dans le cas où des réserves extraordinaires ont été constituées, l'assemblée ne peut décider qu'elles seront transformées en actions : car il en résulterait que les réserves, incorporées au capital, ne pourraient plus être distribuées entre les actionnaires" (Lacour & Bouteron, 1921, §587). À la fin de notre période encore, si un auteur comme Vaes est favorable aux incorporations de réserves, il signale l'hostilité à leur égard d'actionnaires qui souhaiteraient les distribuer (1930, pp. 127 & 213).

Dans la même logique, ces actionnaires s'opposent également à la réalisation d'augmentations de capital au-dessus du pair, témoignant de ce qu'ils considèrent les fluctuations des cours des actions comme similaires à celles des obligations : fluctuations, en fonction du risque et du taux d'intérêt du marché, autour de la valeur nominale, ce qui correspond à l'hypothèse de distribution de l'ensemble des bénéfices, selon laquelle aucune accumulation de réserves ni donc plus-values durable ne peut exister. Si une émission est réalisée avec prime, ils considèrent comme normal la distribution de la prime entre les actionnaires (Thaller, 1895, p. 256 ; Wahl, 1894), de même que tout autre bénéfice.

Ces positions, qui bénéficient longtemps des faveurs de la jurisprudence, sont cependant en recul à la veille de la première guerre mondiale. Elles cèdent la place à la conception selon laquelle l'Assemblée générale a tous pouvoirs, thèse qui triomphe avec la loi du 22 novembre 1913 qui autorise presque toutes les modifications de statut dès lors que la majorité leur est favorable (Ripert, 1951). Après 1918, l'attachement à la vieille thèse de la distribution intégrale des produits disparaît peu à peu. Mais sa survivance tardive, si elle ne correspond pas à la pratique des entreprises, montre en revanche que les petits actionnaires gardent des armes dans le conflit d'intérêt qui les oppose aux dirigeants, et sont donc en mesure d'amener au compromis implicite que nous avons décrit.

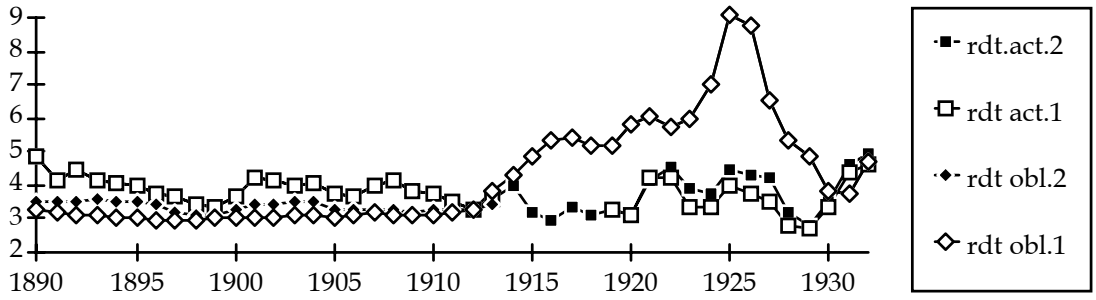
III. A. 3. Arguments empiriques

Une vérification précise de l'hypothèse présentée ci-dessus imposerait d'examiner la part des bénéfices distribués et retenus pour toutes les entreprises cotées. Cet exercice est très différent de celui auquel nous avons procédé au chapitre 2, qui consistait à estimer le rôle des bénéfices retenus dans le

financement (un haut niveau d'autofinancement est compatible avec une faible proportion de bénéfices retenus si le bénéfice total est élevé ou l'investissement faible, et une forte proportion de bénéfices retenus est concevable même si un dividende substantiel est distribué). Une telle mesure demanderait une estimation des bénéfices dont on a vu qu'elle est très difficile à réaliser du fait des faiblesses des bilans. Elle imposerait en outre de disposer de la statistique complète des dividendes distribués, ce qui n'est pas notre cas. Nous avons donc cherché à approcher par des indicateurs globaux le niveau et la stabilité du dividende.

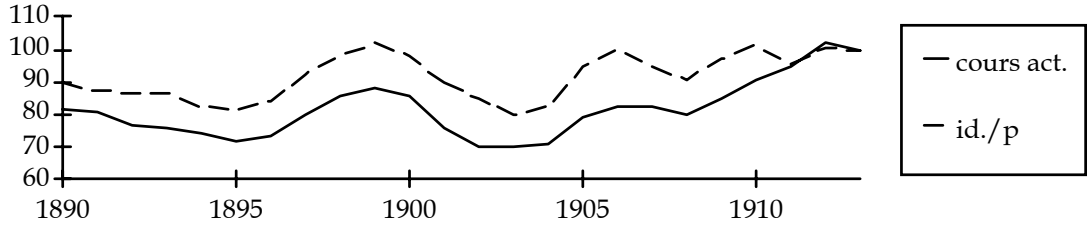
L'argument principal en faveur de notre thèse est la conjonction entre 1890 et 1914 d'un niveau élevé du rendement par dividende, presque toujours nettement supérieur à celui des obligations (graphique 5.2), et de cours des actions fluctuant autour de la stabilité (graphique 5.3), alors même que la dépression qui dure jusqu'au début des années 1890 et la forte croissance de la veille de la guerre auraient dû entraîner une forte hausse des cours.

Graphique 5.2 : comparaison des rendements des actions et des obligations



Légende : rendements des actions (1 : SGF; 2 : Denuc, 1934) et des obligations (avant 1914 : 1 : P. Villa, 1993 ; 2 : M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, 1985). (*N.B.* : les deux séries sont identiques pour les actions avant 1914, et pour les obligations après 1914).

Graphique 5.3 : évolution du cours des actions, 1890-1913



Légende : indice du cours des actions (SGF), nominal et réel ; base 1913=100.

La prime de risque substantielle incorporée dans le rendement par dividende des actions incite à penser que le public ne s'attend pas à la toucher sous forme de plus-values. L'examen *a posteriori* de l'indice du cours des actions montre qu'il a eu raison. Si on considère l'évaluation des cours par le marché

comme globalement correcte, on doit en déduire que l'essentiel des profits a été distribué ou que les investissements en résultant ont immanquablement été mal choisis et peu rentables, ce qui paraît bien peu probable dans une période de croissance.

Dans le même sens, on peut considérer que la faible volatilité des dividendes (tels que calculés par Denuc, 1934) au niveau global comme dans presque tous les secteurs entre 1900 et 1914 par rapport aux années d'après-guerre montre des entreprises soucieuses de satisfaire des actionnaires attachés à la stabilité. On constate en effet que cette volatilité est inférieure à celle des années 1920 dans tous les secteurs sauf la banque, la mécanique et les activités diverses (tableau 5.9).

Tableau 5.9 : volatilité des dividendes selon les périodes et par secteur

Sur les valeurs réelles de l'indice :																
	total	bq	imm	sid	met	cnv	car	chi	tra	tmr	gaz	del	gmg	alm	dck	div
1890-1900	0,08	0,14	0,31	0,29	0,14	0,23	0,14	0,16	0,25	0,10	0,06	0,15	nd	nd	nd	nd
1901-1913	0,11	0,17	0,10	0,15	0,21	0,13	0,17	0,11	0,15	0,27	0,07	0,34	0,11	0,16	0,06	0,22
1918-1929	0,22	0,11	0,32	0,23	0,15	0,78	0,30	0,19	0,22	0,50	0,69	0,40	0,13	0,36	0,35	0,14
1918-1932	0,23	0,13	0,44	0,35	0,15	0,66	0,34	0,19	0,20	0,71	0,72	0,48	0,14	0,32	0,49	0,17
Sur les valeurs nominales de l'indice :																
1890-1900	0,09	0,14	0,33	0,27	0,15	0,22	0,14	0,16	0,27	0,12	0,04	0,15	nd	0,25	0,08	0,07
1901-1913	0,16	0,23	0,17	0,20	0,28	0,16	0,23	0,12	0,20	0,26	0,09	0,41	0,14	0,15	0,04	0,29
1918-1929	0,51	0,35	0,59	0,53	0,40	0,65	0,54	0,46	0,44	0,58	0,87	0,67	0,35	0,55	0,60	0,29
1918-1932	0,48	0,37	0,65	0,57	0,37	0,68	0,54	0,45	0,40	0,75	0,85	0,69	0,33	0,48	0,69	0,30

Légende : coefficients de variation des dividendes sectoriels, calculés à partir des indices de Denuc (1934). Les abréviations de noms de secteurs sont les mêmes que ceux que nous avons utilisés dans notre nomenclature (sauf cnv : constructions navales), mais la nomenclature n'est pas la même, de sorte que ces chiffres ne sont pas immédiatement comparables à nos données.

Pour l'ensemble du marché, la volatilité du taux de capitalisation des actions entre 1890 et 1914 (et surtout entre 1900 et 1914) est également faible par rapport aux périodes antérieures et postérieures (du milieu du XIX^{e} siècle jusqu'à nos jours) ; en outre, on peut constater que cette volatilité est similaire à celle du rendement des obligations, ce qui ne correspond pas à ce qu'on attend d'actifs plus risqués.

D'autre part, la volatilité des cours réels des actions est également faible avant 1914 par rapport aux périodes antérieures et suivantes ; elle est aussi faible en comparaison avec les principaux indicateurs de l'activité économique réelle (investissement, production industrielle par exemple) (tableau 5.10).

Tableau 5.10 : volatilité d'un certain nombre d'indices réels et financiers

	c.ac/p	rd.act	rd.ob2	rd.ob1	divid	PI	IE	PIE	EBE	PIB	esc.	w	prof.
1890-1900	0,077	0,12	0,05	0,04	0,08	0,07	0,10	0,02	0,33	0,06	0,21	0,03	0,07
1901-1913	0,077	0,07	0,03	0,07	0,11	0,13	0,25	0,06	0,51	0,13	0,09	0,06	0,07
1918-1929	0,275	0,15	0,22	0,22	0,22	0,28	0,44	0,24	0,39	0,39	0,19	0,28	0,09
1918-1932	0,262	0,17	0,27	0,26	0,23	0,26	0,46	0,24	0,36	0,37	0,32	0,29	0,09
1930-1939	0,272	0,11	0,18	0,18	nd	0,11	0,39	0,17	0,19	0,15	0,17	0,13	0,11
		x	x						x xx	x xx	x	x	x

Légende : coefficients de variation sur chaque période des variables suivantes (de gauche à droite) : indice du cours réel des actions, rendements des actions et des obligations (*cf.* légende du graphique 5.2 ; indices des dividendes (Denuc, 1934), de la production industrielle (M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, 1985), des investissements et de leur prix (P. Villa, 1993), de l'excédent brut d'exploitation des entreprises (*ibid.*) ; PIB en valeur (*ibid.*) ; taux d'escompte de la Banque de France ; indice des salaires de Kuczynski (1955), indice des profits (avant 1914 : M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, 1985, et même méthode après). Dans la dernière ligne, x signifie l'absence d'une valeur en 1918 ; xx son absence de 1890 à 1895.

Enfin, l'historiographie du comportement des entreprises durant cette période soutient également notre hypothèse. Ainsi, il semble que dans les années 1890, le recours au marché financier se répande dans l'industrie quand plusieurs grandes entreprises métallurgiques, électriques ou chimiques prennent l'initiative de relever et stabiliser les dividendes de manière à élargir leur actionnariat[132]. D'autre part, la stabilisation des dividendes par prélèvement sur les réserves (officielles ou occultes) et la nécessité de les maintenir à haut niveau semblent au centre des préoccupations des dirigeants des entreprises[133].

III. A. 4. Disparition de la protection par les dividendes après 1914

Si on peut donc probablement considérer que jusqu'à 1914 s'est établi un équilibre qui satisfait à la fois les petits actionnaires et les dirigeants, masquant les conflits d'intérêt qui auraient pu résulter des lacunes de la législation sur les sociétés, cette situation change radicalement avec la guerre. La raison principale en est que l'inflation réduit à presque rien le dividende statutaire des sociétés anciennes et rend contradictoire la distribution de l'essentiel des bénéfices avec le maintien de la valeur réelle du patrimoine des actionnaires.

La notion d'amortissement perd une grande part de sa clarté : en période

---

[132] *Cf.* M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon (1985, p. 97) et Rist (1913 a & b), selon qui ce sont les houillères du Nord qui adoptèrent les premières cette politique. Cependant, selon Rist, la hausse des dividendes résulte d'abord de la reprise économique.

[133] Les thèses d'histoire des entreprises que nous avons consultées fournissent toutes des arguments en faveur de ce modèle. Sur la stabilité relative des dividendes : Omnès (1980, pp. 119-250) ; sur la nécessité de cacher les bénéfices pour stabiliser les cours et ne pas devoir rémunérer des cours trop élevés : A. Baudant (1980, pp. 439-469) ; sur la pratique des réserves occultes, les habitudes de financement et les politiques de dividendes : J.-P. Daviet (1983, pp. 1456-93 et 1640-69) et R. Martin (1984, pp. 98-108).

de stabilité des prix, valeurs d'achat et de remplacement sont proches (au progrès technique près) ; après 1914, il est nécessaire, ne serait-ce que pour maintenir la valeur de l'entreprise, de mettre en réserve une part importante des revenus après amortissement, revenus qui sont pourtant encore des bénéfices selon l'ancienne définition. Si le simple remplacement est effectué, les cours devraient évoluer parallèlement à l'inflation, les entreprises accumulant des réserves (ou augmentant leur capital par incorporation de réserves) à hauteur de la différence entre valeur boursière et capital initial[134]. Alternativement, elles pourraient distribuer l'ensemble de leurs bénéfices et réaliser des émissions d'actions pour financer non plus leur seul développement, mais aussi leur simple maintien en l'état.

Dans le premier cas, le dividende devrait être chaque année égal au simple taux de préférence pour le présent, calculé par rapport à la valeur boursière de chaque société. Dans le second, il devrait compenser le taux d'inflation et la perte en valeur réelle sur le capital total. La différence entre les deux politiques, limitée avant 1914, devient immense. Les sociétés ne peuvent mettre leur simple survie à la merci des fluctuations du marché boursier, et imposent donc l'augmentation des rétentions.

Les épargnants apprennent donc que les plus-values peuvent être une forme normale de rémunération des actions, la seule même qui permette la stabilité de leur capital, tandis que les juristes admettent que l'Assemblée générale est en droit de mettre une part des bénéfices en réserve. Le rendement des actions, au lieu d'être supérieur à celui des obligations comme avant guerre, lui devient inférieur, puisqu'il est désormais augmenté de plus-values.

On constate en effet une augmentation après 1914 de la part des plus-values et la baisse de celle des dividendes dans la rémunération des actions (tableau 5.11). On peut y voir une adaptation optimale à l'élévation massive de la fiscalité sur les revenus contrastant avec la quasi-impunité des gains en capital. Mais ce serait postuler que les dirigeants des entreprises ne sont que les mandataires désintéressés des actionnaires, et que ceux-ci seuls bénéficient de ce changement, deux hypothèses dont nous avons mesuré la fragilité.

---

[134] Sur les effets de l'inflation sur l'écart entre valeur au bilan, valeur boursière et valeur de remplacement des entreprises, *cf*. Dieterlen (1939, pp. 393-400). Sur l'importance accrue des réserves occultes en période d'inflation et leur rôle dans la régularisation des dividendes, ainsi que sur les augmentations de capital réservées d'actions nominatives à droits de vote multiples, dans le cas des banques, *cf*. Dauphin-Meunier (1936a, pp. 59-61).

Tableau 5.11 : rendement nominal et réel des actions avant et après impôt

	rendement des actions après IRVM et avant IGR						rendement des actions après IGR			
	par dividende		par plus-value		total		par dividende		total	
	nomin.	réel	nomin.	réel	nomin.	réel	nomin.	réel	nomin.	réel
1890-1914	3,89	3,45	1,15	0,67	5,08	4,15	3,89	3,45	5,08	4,15
1919-1939	3,70	-1,47	3,53	-2,42	7,36	-3,85	2,47	-2,64	6,08	-5,00
1890-1900	3,95	4,20	1,08	1,30	5,07	5,55	3,95	4,20	5,07	5,55
1901-1913	3,83	2,82	1,21	0,15	5,09	2,98	3,83	2,82	5,09	2,98
1919-1929	3,46	-4,82	14,62	4,28	18,59	-0,75	2,25	-5,94	17,20	-1,92
1930-1939	3,97	2,36	-7,44	-9,29	-3,76	-7,15	2,71	1,12	-4,93	-8,27

Légende : les rendements sont les moyennes géométriques de rendements annuels (en pourcentage) ; Les plus-values sont calculées à partir de l'indice général des cours. Le taux d'IGR utilisé est le taux moyen payé par un particulier dont le revenu est équivalent au seuil de la tranche maximale de l'IGR en 1936 (*cf.* chapitre 4). *N.B.* : nous ne comptons pas les années de guerre, qui aggraveraient la situation après 1914 ; la qualité médiocre des statistiques de cours interdit d'attacher une grande importance au détail des chiffres ; seuls les ordres de grandeur sont significatifs.

Comme on l'a vu plus haut, les dirigeants ont une préférence pour les réserves, dont ils disposent à leur aise et qui leur donnent une indépendance accrue vis-à-vis des actionnaires (en particulier, les années 1920 voient les actionnaires dirigeants assurer leur domination sur les entreprises par des augmentations de capital réservées aboutissant souvent à des réseaux de participations croisées inexpugnables[135]). Ils sont donc intéressés à leur augmentation[136]. À cet intérêt permanent s'ajoute en outre un intérêt fiscal, car les gros actionnaires ont probablement plus de mal à échapper à un impôt qui les frappe de toutes façons à un taux plus élevé[137].

Au total, la protection dont bénéficiaient anciennement les petits actionnaires disparaît largement. On peut se demander si le rendement fortement négatif du placement en actions durant tout l'entre-deux-guerres

[135] *Cf.* du Fou (1934), Denuc (1939), et Dauphin-Meunier (1936a, pp. 87-98). Il faut noter par ailleurs qu'aucune restriction légale aux participations croisées n'existe avant 1941. Ces participations présentent pour les gros actionnaires d'autres avantages : non seulement le prestige des conseils d'administration, mais plus matériellement la possibilité de diversifier leur portefeuille sans perdre leur position dominante dans leur entreprise

[136] L'augmentation des réserves est d'ailleurs souvent occulte de manière à éviter les protestations des actionnaires devant la distribution d'une trop faible partie des bénéfices ; les désaccords des juristes sur les méthodes comptables à adopter pour évaluer les immobilisations (*cf.* Charpentier, 1921, §51ss) laissent en période d'inflation toute latitude aux entreprises. Sur les fortes hausses des réserves au lendemain de la guerre, *cf.* par exemple C. Omnès (1980, p. 141) et du Fou (1934, p. 15).

[137] En effet, les actionnaires dirigeants détiennent presque toujours leurs actions de manière nominative de façon à se contrôler les uns les autres au sein des Conseils d'Administration, à bénéficier des droits de vote multiples qui sont fréquemment attachés à ces seules actions ou à faire jouer la faculté qu'offre également le maintien au nominatif de retarder la libération complète des actions, ce qui permet de détenir une part plus grande du capital avec une mise de fonds limitée (il faut noter que jusqu'à 1943, l'existence d'actions non entièrement libérées n'empêche ni augmentations de capital ni émissions d'obligations).

n'est pas partiellement le résultat de cette transformation, et en particulier de l'incapacité des actionnaires à contrôler efficacement l'usage fait de leur patrimoine.

Cette vision doit certes être nuancée, car les obligations, pour lesquelles les possibilités de surveillance sont plus importantes[138], ont un rendement très inférieur à la hausse des prix des années 1918-36. On ne peut donc pas éliminer *a priori* l'hypothèse d'une illusion monétaire (soutenue par A. Sauvy), d'une anticipation permanente d'un retour des prix à leur niveau de 1914, ou au moins d'une attente de leur stabilisation (ce qui nous semble plus plausible). On considérera donc que la chute du revenu des titres s'explique pour une part non négligeable et mal mesurable par la conjoncture, les choix de distribution de revenu de l'État et ceux de la société française dans son ensemble.

Il reste que la protection des petits actionnaires par la distribution de dividendes réels élevés a cédé la place à une augmentation mal contrôlée des réserves qui exacerbe les risques de conflit avec les dirigeants, seuls à être capables d'évaluer la situation réelle des entreprises[139]. Les années 1920 semblent ainsi les années noires de l'actionnaire qui a perdu sa protection ancienne tandis que la législation protectrice n'est pas encore apparue. Il semble étonnant que cette décennie soit celle du maximum d'émissions d'actions de toute notre période. Il convient donc de chercher d'autres modes de protection des actionnaires.

III. B. Protection par la liquidité

III. B. 1. Pourquoi rechercher la protection dans la liquidité ?

La protection majeure que les actionnaires recherchent en achetant des titres de sociétés cotées, est la liquidité, c'est-à-dire la possibilité de "voter avec leurs pieds" en cas de suspicion envers les dirigeants. Cette protection élémentaire et essentielle ne compense pas tous les effets possibles des asymétries d'information, en particulier du fait que le choix de vendre est partiellement aléatoire en l'absence de renseignements sur les sociétés. Mais comme le dividende, la liquidité offre une protection minimale.

La cotation est la première condition de la liquidité. Elle a aussi une

[138] Cependant, on a vu ci-dessus que l'effet défavorable des actions non cessibles et des parts de fondateurs touche toujours l'ensemble des financements externes et non les seules actions, et qu'une part non négligeable des abus réalisables concerne les obligations comme les actions.
[139] Cet antagonisme se retrouve dans les mesures de taxation des réserves et des bénéfices non distribués prises par la Chambre du Front Populaire.

fonction d'information puisque les cours permettent à l'actionnaire d'évaluer la valeur de son portefeuille. Les défenseurs du monopole des agents de change considèrent en outre que l'inscription à la cote officielle fournit une garantie aux actionnaires du fait de la sélection à laquelle procèdent les agents de change[140]. On peut plutôt dire que les coûts d'émission publique et d'accès à la cotation rendent plus crédible la promesse implicite d'honnêteté de l'entreprise envers ses actionnaires.

Les contemporains sont conscients que la supériorité de l'information fournie par le marché officiel dépend de sa capacité à réunir le maximum de transactions (ce qui justifie ses efforts pour empêcher les contournements du monopole par applications directes, *cf.* Périé, 1915, pp. 320ss, et *infra* chapitre 7). Pour Baskin (1988, p. 210) comme pour la plupart des auteurs, c'est d'abord l'homogénéisation des titres qui permet la publicité des cours, augmente la liquidité et ainsi évite les manipulations des cours qui sont principalement facilitées par des transactions trop rares.

La liquidité est particulièrement importante en cas de coûts de mandat élevés des actions. En effet, une faible liquidité indique non seulement un risque élevé de perte en capital en cas de besoin soudain de liquidation d'un portefeuille, mais également la concentration du capital de la société en question entre un petit nombre de mains, et donc la probabilité de prises de décision non conformes aux intérêts de tous les actionnaires. Les dirigeants n'ont d'ailleurs, sauf à la veille d'émettre des titres sur le marché, que peu de sympathie pour la liquidité : en effet, les craintes de pertes de contrôle leur font souhaiter le meilleur classement possible des actions de leur société, classement qui risque de se traduire, au moins pour les sociétés petites et moyennes, par une faible liquidité[141].

Enfin, comme le montre le modèle des voitures d'occasion d'Akerlof (1971), l'asymétrie d'information contribue par elle-même à réduire la fréquence

---

[140] Nombre d'auteurs mettent en garde contre le marché hors-cote, sur lequel des financiers peu scrupuleux attireraient les naïfs avec des titres sans valeur (*e.g.* Bouton, 1932, p. 290 ; Périé, 1915, p. 47s.). En sens inverse, Ribière soutient que "cette garantie [offerte par le marché officiel] n'existe pas et ne peut pas exister" (1913, p. 32), et Brocard (*in* Aupetit, 1912, p. 143) considère que cette apparence de garantie "ne saurait être que dangereuse par l'illusion de sécurité qu'elle donnerait au public".

[141] Une émission ou le capital d'une société sont dits bien classés s'ils sont détenus en petites quantités par de nombreux épargnants à titre définitif (recherchant le dividende et non la plus-value) et non par des spéculateurs ou des banques d'affaires. La notion de classement a une grande importance à l'époque (*cf.* par exemple Moreau-Néret, 1939, vol. 2 p. 11). Pour la société, le classement des émissions antérieures est un préalable nécessaire à la réalisation de nouvelles émissions.

probable des transactions. Étant donné la qualité très réduite de l'information disponible sur les sociétés dans les années 1920 (que l'inflation empire encore par rapport à l'avant-guerre), on peut se demander si la liquidité du marché est alors en mesure de compenser les effets sur les émissions des coûts de mandat.

En effet, si la cotation est la condition de la liquidité, elle ne suffit pas à l'assurer. L'information disponible pour notre période sur la liquidité du marché parisien est très limitée et se trouve essentiellement sous forme agrégée (*cf.* chapitre 6). Or, autant on sait que certains titres bénéficient d'une liquidité importante, amplifiée parfois par un marché à terme, autant on peut craindre que nombre d'actions de petites sociétés soient durant notre période très peu liquides. En effet, un marché régulier semble un espoir vain pour les actions de sociétés dont le capital de quelques millions est divisé en quelques milliers de titres répartis pour une forte part entre les mains de quelques fondateurs qui ne songent pas à les vendre.

Un nombre non négligeable de sociétés cotées appartiennent à cette catégorie ; si les sociétés dont le capital nominal est inférieur à un million ne sont que 8 sur 202 en 1891, 19 sur 316 en 1901 et 14 sur 372 en 1913, en 1928 ce sont 100 entreprises cotées sur 627 qui ont un capital inférieur à 5 millions (soit environ un millions de francs 1913). Il convient donc d'examiner si la liquidité est suffisante pour freiner les coûts de mandat, ou si cette explication n'est pas adéquate.

Pour étudier l'impact de la liquidité sur les coûts de mandat, nous avons relevé, pour chaque société cotée, la fréquence avec laquelle des transactions ont effectivement eu lieu durant trois années : 1891, 1913 et 1928. Cet indicateur très simple ne permet pas de mesurer l'intensité des échanges effectués, mais permet d'évaluer dans quelle mesure un actionnaire court le risque de ne pouvoir vendre ses actions. Notre relevé porte sur 12 jours pour chacune de ces années. Notre indicateur de liquidité est le pourcentage de ces journées où un cours a été inscrit à la cote, et équivaut à une probabilité de pouvoir vendre ses titres chaque jour de Bourse[142]. Nous examinons ci-dessous, d'abord au niveau agrégé, puis au niveau individuel, les résultats que l'on peut tirer de cet indicateur.

[142] Le relevé a été effectué une journée par mois, tirée au hasard en dehors des samedis (où la Bourse est ouverte mais semble avoir une activité moindre).

III. B. 2. Mesure globale de la liquidité

Comme pour les coûts de mandat, on peut considérer que les mesures agrégées permettent d'évaluer la protection globale que ressentent les épargnants, y compris les externalités que subissent certaines sociétés du fait de la liquidité ou de l'illiquidité des autres. Des mesures de la liquidité à l'échelle de l'ensemble du marché et par secteurs sont fournies dans les tableaux 5.12 et 5.13.

Tableau 5.12 : la liquidité du marché

Liquidité moyenne non pondérée			
Toutes sociétés	0,38	0,59	0,56
100 sociétés	0,50	0,78	0,70
182 sociétés	0,38	0,91	0,88
336 sociétés		0,59	0,80
Liquidité moyenne pondérée			
Toutes sociétés	0,67	0,81	0,72
182 sociétés	0,67	0,84	0,92
336 sociétés		0,81	0,87
Liquidité totale			
Capitaux	3736	10954	13235
Nombre de sociétés	69	199	340

Légende : la liquidité est pondérée par les capitalisations boursières des actions. Les 182 et 336 sociétés sont les nombre de sociétés cotées respectivement en 1891 et 1913 : la comparaison avec les autres dates est effectuée en prenant les sociétés les plus liquides. La liquidité totale (capitaux) est le produit de la capitalisation boursière totale des actions en francs 1913 multipliée par la liquidité moyenne pondérée. La liquidité totale (nombre de sociétés) est égale au nombre de sociétés cotées multiplié par la liquidité moyenne non pondérée. Les calculs incluent toutes les sociétés cotées sauf les compagnies de chemins de fer.

Tableau 5.13 : la liquidité en fonction du secteur

	1891			1913			1928		
	nb	liquid	taille	nb	liquid	taille	nb	liquid	taille
Assurances	37	0	19,09	45	0,11	21,91	63	0,29	76,86
Banques	23	0,61	98,44	27	0,79	183,6	41	0,66	457,5
Soc. fonc.et immob	5	0,77	32,43	11	0,35	20,37	19	0,57	78,55
Canaux	3	0	2,29	1	0	0,13	0		
Chemins de fer	19	0,61	227,71	35	0,45	114,3	24	0,51	197
Tramways	4	0,42	4,68	17	0,61	21,78	14	0,38	43,79
Docks et ports	7	0,34	14,32	6	0,57	13,37	7	0,33	35,26
Eaux minérales	2	0,83	25,2	5	0,6	16,96	5	0,57	60,05
Distribution d'eau	3	0,28	45,35	3	0,67	67,82	3	0,81	397,2
Distrib. d'électricité	3	0,42	8,27	31	0,62	30,41	62	0,58	245,9
Matériel électrique	1	1,00	21,88	4	0,63	8,82	14	0,45	55,66
Divers électriques	1	0,33	2,75	3	0,97	58,4	7	0,56	212
Textile	2	0,21	10,07	5	0,40	14,33	28	0,51	152
Gaz	13	0,49	35,01	15	0,57	30,73	16	0,73	198,9
Sidérurgie	7	0,33	13,65	19	0,78	50,65	27	0,65	210
Mécanique	10	0,64	8,06	21	0,72	21,23	41	0,62	81,83
Houillères	14	0,05	26,26	18	0,82	84,29	26	0,57	402,1
Mines métalliques	1	0,33	0,45	4	0,44	9,53	6	0,71	63,79
Pétrole	0			1	1	20,1	4	0,42	90,75
Chimie	6	0,45	16,81	20	0,62	23,60	33	0,58	288,6
Transports terrestres	3	1	28,79	6	0,74	28,53	9	0,38	62,66
Transports marit.	11	0,52	18,55	9	0,69	13,92	14	0,67	87,84
Alimentation	6	0,64	9,63	12	0,60	18,78	41	0,50	93,26
Carrières et ciments	2	0,46	7,69	6	0,76	7,71	13	0,53	110,5
Grands magasins	1	1	41,2	8	0,69	42,16	17	0,54	238,9
Imprim. et papet.	6	0,65	22,78	11	0,48	17,05	15	0,54	76,57
Divers non méca.	9	0,40	3,83	20	0,64	9,67	53	0,48	69,52
Divers mécaniques	2	0,46	7,92	8	0,49	30,63	25	0,53	130,8
En résumé :									
Services	66	0,28	48,09	91	0,39	71,48	140	0,47	208,2
Transports	47	0,52	100,9	74	0,54	64,16	68	0,48	108,6
B. d'investissement	18	0,54	11	44	0,74	32,81	82	0,60	119,6
B. intermédiaires	12	0,40	21,06	33	0,63	23,03	55	0,59	227,9
Énergie	31	0,28	27,43	68	0,69	45,83	115	0,59	267,2
B. de consommation	27	0,53	11,68	61	0,56	16,52	167	0,50	98,70
Par taille :									
0 à 2M	28	0,10	1,04	44	0,28	1,05	72	0,32	5,91
2 à 5M	34	0,19	3,44	52	0,40	3,38	108	0,44	17,48
5 à 10M	37	0,46	7,29	58	0,52	7,21	115	0,52	35,62
10 à 20M	40	0,37	14,55	67	0,52	14,24	105	0,49	71,29
20 à 50M	34	0,59	33,32	78	0,63	31,19	118	0,62	159,4
>50M	28	0,69	264,4	72	0,86	188,20	109	0,71	673,3
Total	201	0,40	47,43	371	0,57	47,39	627	0,53	169,2

Légende : on indique pour chaque secteur et taille la liquidité moyenne non pondérée et la taille moyenne (mesurée par la capitalisation des actions en millions de francs courants). *N.B.* : pour la répartition par taille en 1928, on a multiplié les bornes par cinq pour tenir compte de l'inflation.

Une augmentation de la liquidité dans les années 1920 semble nécessaire si elle doit compenser la croissance des coûts de mandat et la disparition de la protection par le dividende. Le tableau 5.12 montre en premier lieu qu'à la différence de 1891, une liquidité correcte est atteinte en 1913 comme en 1928 pour les sociétés cotées, avec des moyennes de 58% et 55% de journées de transactions pour l'ensemble des sociétés contre 40% au début de notre période. Ces moyennes sont relativement faibles parce qu'elles mettent sur le même plan toutes les sociétés, quelle que soit leur taille, alors même que le sentiment de la liquidité ressenti par les épargnants dépend de la liquidité totale du marché, voire d'abord de celle des grandes sociétés. C'est pourquoi on a calculé également la moyenne des 100 plus grandes sociétés à chaque date, ainsi que pour l'ensemble des sociétés une moyenne pondérée par leurs capitalisations boursières. On observe alors un niveau élevé de liquidité au moins en 1913 et 1928.

La corrélation est très bonne entre les secteurs fortement émetteurs et ceux dont la liquidité est élevée (tableau 5.13). C'est le cas de la banque, de la sidérurgie-métallurgie, de l'électricité. Symétriquement, les assurances sont peu liquides et émettent peu. Cette corrélation est vérifiée également par périodes : ainsi, d'anciens secteurs comme l'imprimerie, l'immobilier ou les eaux minérales ont en début de période une liquidité élevée, qui tend à décliner par la suite ; la banque et les tramways atteignent leur liquidité maximale à la veille de 1914, tandis que le textile n'y parvient qu'en 1928. Même si elles sont loin derrières les banques et les sociétés de transport, les sociétés industrielles importantes ont en général une bonne liquidité dès les années 1890 même si leurs émissions sont encore faibles[143]. En effet, la corrélation entre taille et liquidité est très forte à toutes les périodes.

La hausse de la liquidité est nette entre 1891 et 1913 pour les sociétés de toutes tailles et de tous secteurs, à l'exception de quelques secteurs faiblement dynamiques où le nombre de sociétés s'est fortement accru par adjonction de petites sociétés à liquidité faible, comme les chemins de fer, l'immobilier ou l'imprimerie-papeterie. Cette hausse cesse en revanche à partir de la guerre, et un recul apparaît même selon certains indicateurs. Il semble donc difficile de penser que la liquidité ait pu compenser le risque accru résultant de la fin de la stabilité des dividendes.

[143] C'est également le cas des houillères, même si leur liquidité en 1891 semble très faible : c'est simplement le résultat de leur cotation simultanée à Lille et à Paris. Le transfert vers Paris dans les années 1900 du centre des transactions sur ce secteur explique la hausse apparente de la liquidité malgré des émissions très faibles.

Cet arrêt de la progression de la liquidité ne veut pas dire que l'activité du marché stagne. En effet, il ne tient pas compte de l'élargissement de la cote. Si l'on considère le même nombre de sociétés en 1928 qu'en 1913, la progression est substantielle selon presque tous les indicateurs (tableau 5.12). Surtout, la liquidité totale offerte par la Bourse à l'économie augmente nettement, car la progression du nombre de sociétés cotées et de la capitalisation totale n'entraîne pas de baisse substantielle de la liquidité moyenne des sociétés cotées[144].

Il reste que les anticipations des épargnants ne dépendent pas de la progression de la liquidité du marché total, mais de celle de leur portefeuille. Si la liquidité de l'ensemble des sociétés cotées leur importe, il est peu probable que le sentiment d'une sécurité fortement accrue soit dominant parmi eux dans les années 1920.

Pourtant, s'il ne connaît pas une hausse de la liquidité moyenne, le marché voit après 1913 l'homogénéisation des liquidités des différentes entreprises et secteurs se poursuivre : alors qu'en 1891 la Bourse réunissait de grandes sociétés très liquides et un certain nombre de sociétés très peu liquides, les conditions offertes aux unes et aux autres sont plus proches en 1913 et davantage encore en 1928 (tableau 5.14). La liquidité des sociétés de petite taille augmente en 1928 par rapport à l'avant-guerre, tandis que celle des plus grandes sociétés recule légèrement, et que le nombre et le poids relatif des sociétés cotées à terme diminue. Si on classe les sociétés par liquidité croissante, celles du premier quartile sont d'une taille moyenne supérieure en 1928 par rapport à 1913, alors que la taille moyenne des sociétés a baissé, ce qui indique que les sociétés les moins liquides se répartissent de manière plus variée au sein de la cote. Enfin, la proportion des sociétés qui ne donnent lieu à aucune transaction poursuit sa baisse après 1914.

On passe ainsi d'une Bourse centrée sur le marché à terme et quelques sociétés très importantes à un marché plus large, ouvert à un grand nombre de sociétés et où le comptant a un rôle majeur.

---

[144] On notera que la baisse de la liquidité moyenne (pondérée ou non) sur l'ensemble des sociétés s'explique en outre par le fait que notre indicateur de la liquidité est plafonné à 1 pour les sociétés donnant lieu au plus de transactions (il est en moyenne très élevé pour les plus grandes sociétés), tandis que la proportion croissante de petites sociétés à la cote devrait l'abaisser fortement. Son maintien relatif est bien la preuve de l'augmentation de la liquidité globale de la cote. On pourrait évaluer plus finement la liquidité des titres importants en relevant le nombre de cours différents inscrits par la cote. Nous n'avons pas procédé à ce dénombrement, qui risque d'être biaisé par les différences de pratique dans la cotation entre agents de change ou entre les dates étudiées. La fréquence de cotation pure que nous avons étudiée nous semble moins susceptible d'être victime de ce genre de biais.

Tableau 5.14 : l'homogénéisation de la liquidité des sociétés cotées

	1891	1913	1928
Proportion de société à liquidité nulle	0,44	0,16	0,13
Sociétés cotées à terme :			
Nombre	36	48	33
Proportion du nombre de sociétés	0,20	0,14	0,05
Proportion de la capitalisation	0,57	0,46	0,30
Liquidité moyenne non pondérée	0,79	0,88	0,94

	1913				1928			
	nb	taille	liqmoy	liq.pd	nb	taille	liqmoy	liq.pd
Toutes sociétés	335	39,20	0,58	0,80	602	29,72	0,53	0,71
1er décile de taille	33	1,03	0,31	0,37	60	1,12	0,34	0,35
1er quartile de taille	84	2,58	0,40	0,44	151	2,24	0,40	0,42
1er décile de liquidité	33	2,84	0	0	60	4,43	0	0
1er quartile de liquidité	84	13,60	0,02	0,04	151	15,97	0,03	0,008

Légende : la taille est mesurée par la capitalisation des actions en francs 1913. Liqmoy : liquidité moyenne non pondérée ; liqpd : liquidité moyenne pondérée par la taille. Toutes sociétés cotées sauf chemins de fer et Crédit Foncier.

Au total, on se trouve devant une évolution ambiguë : d'une part, il semble que la liquidité a pu pour un plus grand nombre de sociétés constituer une protection contre les coûts de mandat, à la fois du fait de l'élargissement de la cote et de l'augmentation de la liquidité des petites sociétés ; d'autre part, la liquidité globale stagne et celle des grandes sociétés régresse. Selon que l'effet de la liquidité joue linéairement ou par effet de seuil, on peut donc s'attendre à des conséquences défavorables ou favorables de cette évolution sur les émissions. Il convient de chercher à répondre à cette question sur les données individuelles.

III. B. 3. Étude individuelle

On a cherché à estimer l'effet de la liquidité individuelle des différentes sociétés sur leur financement, en tenant compte de l'existence éventuelle d'effets de seuil. Cette estimation est malaisément réalisable avec les données ponctuelles dont nous disposons. Nous avons utilisé d'une part l'échelle linéaire de notre indicateur, et séparé d'autre part les sociétés en liquides et en non liquides, le seuil étant placé à plusieurs niveaux différents pour chercher à approcher celui qui correspond éventuellement au comportement des actionnaires. Le tableau 5.15 fournit les principaux résultats obtenus.

Tableau 5.15 : effets de la liquidité

Période 1901-13 : échantillon sans les petites sociétés (122 sociétés)
Condition: VAR>0 et Kinitial>=10

Var. expliquées : ACT RACAUT

VARIABLE	COEFF	T-STAT.	COEFF	T-STAT
C	0.119	0.94	0.896	5.48
PF	-0.000	-0.01	0.012	0.15
LQFS	0.087	1.94	-0.094	-1.60
CROI	0.068	1.51	-0.035	-0.59
AGE	-0.033	-1.32	0.022	0.67
KI	-0.015	-0.71	0.016	0.55
PAOBKI	0.184	1.88	-0.259	-2.02
BQ	0.093	1.31	-0.033	-0.35
IMM	-0.135	-1.42	0.130	1.04
TRA	0.106	1.30	-0.279	-2.62
DK	-0.183	-1.45	0.218	1.32
EAM	-0.091	-0.65	0.099	0.54
DEA	-0.090	-0.81	-0.024	-0.17
DEL	-0.182	-1.63	0.168	1.16
MEL	-0.072	-0.39	0.093	0.39
AEL	-0.056	-0.48	0.040	0.26
TXT	0.135	1.02	-0.059	-0.34
GAZ	-0.015	-0.16	-0.022	-0.17
SID	-0.065	-0.84	0.017	0.17
MET	0.084	0.93	-0.207	-1.75
HLL	-0.102	-1.36	0.078	0.79
CHI	-0.077	-0.79	0.079	0.62
TTR	0.011	0.07	-0.200	-1.03
TMR	-0.050	-0.53	-0.102	-0.83
ALM	0.161	1.64	-0.045	-0.35
CAR	-0.138	-1.02	0.132	0.75
IMP	-0.072	-0.66	0.060	0.42
DME	-0.047	-0.25	0.065	0.27
DIV	-0.018	-0.09	0.095	0.39
R-squar	0.36		0.34	
Adj.R-sq	0.16		0.14	
S.E.of regr	0.17		0.22	
D-W stat	2.71		2.20	
Log likel	56.1		24.1	
Mean of dep	0.09		0.88	
S.D. of dep	0.19		0.24	
Sum sq res	2.84		4.81	
F-stat	1.85		1.69	.

Données (122 sociétés)

Series	Mean	S.D .	Max	Min
ACT	0.096	0.19	1.28	0.00
RACAUT	0.879	0.24	1.08	-0.76
CROI	1.020	0.45	2.44	0.00
AGE	3.071	0.76	4.64	1.60
KI	3.458	0.86	6.53	2.31
PAOBKI	0.176	0.25	0.99	0.00

Var	Mean	Var	Mean	Var	Mean .
PF	0.123	DEL	0.040	CHI	0.032
LQFS	0.574	MEL	0.008	TTR	0.016
ASS	0.172	AEL	0.024	TMR	0.040
BQ	0.106	TXT	0.016	ALM	0.032
IMM	0.040	GAZ	0.049	CAR	0.016
TRA	0.065	SID	0.073	IMP	0.024
DK	0.024	MET	0.049	DME	0.008
EAM	0.016	HLL	0.081	DIV	0.008
DEA	0.024				.

Période 1913-1928 (244 sociétés)

Condition: VAR>0

Var. expliquées : ACT RACAUT

VARIABLE	COEFF	T-STAT	COEFF	T-STAT
C	123.7	4.13	-0.445	-1.64
LQIS	14.15	1.38	-0.093	-1.01
PIN	-9.140	-0.55	0.015	0.10
PSP	0.259	0.01	0.065	0.28
NCF	-21.24	-2.18	0.233	2.65
CROI	-27.07	-4.59	0.257	4.82
AGE	-16.43	-2.31	0.241	3.76
KI	-2.753	-0.72	-0.002	-0.05
PAOBKI	11.39	0.44	-0.419	-1.82
BQ	15.37	0.78	0.072	0.40
IMM	-8.619	-0.32	0.077	0.32
TRA	-58.23	-1.24	-0.370	-0.87
DK	-61.12	-1.57	0.658	1.87
EAM	-44.47	-0.95	0.493	1.17
DEL	-10.71	-0.54	0.282	1.58
MEL	-0.729	-0.02	-0.076	-0.25
AEL	13.56	0.34	-0.265	-0.75
TXT	-10.47	-0.34	0.056	0.20
GAZ	-1.666	-0.07	0.099	0.47
SID	58.11	2.87	-0.613	-3.34
MET	31.35	1.37	-0.462	-2.24
HLL	6.246	0.30	0.023	0.12
CHI	8.803	0.43	0.013	0.07
TTR	-15.92	-0.40	0.349	0.97
TMR	23.03	0.84	-0.202	-0.82
ALM	-8.035	-0.32	0.203	0.90
CAR	26.69	0.84	-0.109	-0.38
GMG	-26.47	-0.95	0.433	1.72
IMP	-23.45	-0.84	0.345	1.37
DME	33.04	1.06	-0.640	-2.27
DIV	17.23	0.75	-0.001	-0.00
R-squar	0.257		0.367	
Adj.R-sq	0.152		0.278	
S.E.of regr	62.33		0.563	
D-W stat	2.369		2.126	
Log likel	-1337		-189.8	
Mean of dep	35.33		0.625	
S.D. of dep	67.71		0.663	
Sum sq res	82767		67.70	
F-stat	2.457		4.125	.

Données (244 sociétés)

Series	Mean	S.D.	Max	Min
ACT	35.3	67.7	537	0.00
RACAUT	0.62	0.66	2.38	-2.55
CROI	1.21	0.78	4.73	0.04
AGE	3.23	0.64	4.77	1.94
KI	2.99	1.37	6.75	-0.77
PAOBKI	0.12	0.19	0.82	0.00 .

Var	Mean	Var	Mean	Var	Mean .
LQIS	0.516	GAZ	0.045	EAM	0.008
PIN	0.127	SID	0.065	DEL	0.114
PSP	0.045	MET	0.049	MEL	0.016
NCF	0.331	HLL	0.061	AEL	0.012
ASS	0.176	CHI	0.061	TXT	0.020
BQ	0.081	TTR	0.012	GMG	0.028
IMM	0.032	TMR	0.028	IMP	0.024
TRA	0.008	ALM	0.036	DME	0.020
DK	0.012	CAR	0.020	DIV	0.049

Tableau 5.15 (suite)

Période 1913-1928 : échantillon sans les petites sociétés (177 sociétés)

condition: K initial >=10

Var. expliquées : ACT RACAUT

VARIABLE	COEFF	T-STAT	COEFF	T-STAT
C	173.	4.15	-1.19	-3.41
LQIS	23.7	1.74	-0.25	-2.21
PIN	-9.45	-0.46	0.07	0.42
PSP	-0.88	-0.02	0.00	0.01
NCF	-17.7	-1.49	0.19	2.00
CROI	-33.3	-4.11	0.34	5.02
AGE	-25.5	-2.97	0.36	5.06
KI	-5.42	-0.84	0.05	0.99
PAOBKI	25.8	0.75	-0.45	-1.59
BQ	8.17	0.36	0.17	0.91
IMM	-17.8	-0.53	0.13	0.48
TRA	-76.8	-1.52	-0.08	-0.20
DK	-54.8	-0.79	0.76	1.32
EAM	-27.6	-0.40	0.43	0.76
DEL	-30.3	-1.20	0.51	2.46
MEL	4.62	0.09	0.25	0.61
AEL	-2.99	-0.07	-0.05	-0.14
TXT	-5.14	-0.12	-0.02	-0.08
GAZ	-8.08	-0.28	0.01	0.07
SID	42.3	1.80	-0.40	-2.05
MET	29.4	1.03	-0.36	-1.52
HLL	-23.8	-0.88	0.37	1.66
CHI	-3.31	-0.12	0.14	0.63
TTR	-48.5	-0.91	0.70	1.60
TMR	26.7	0.59	-0.34	-0.91
ALM	-18.5	-0.62	0.38	1.53
CAR	6.86	0.13	0.03	0.07
GMG	-37.6	-1.13	0.63	2.27
IMP	-27.6	-0.77	0.41	1.38
DME	47.2	0.94	-0.29	-0.69
DIV	-19.5	-0.51	0.38	1.22
R-squar		0.30	0.46	
Adj.R-sq		0.16	0.35	
S.E.of regr		65	0.54	
D-W stat		2.76	2.08	
Log likel		-973	-126	
Mean of dep		37.5	0.59	
S.D. of dep		70.9	0.68	
Sum sq res		6163	43.1	
F-stat		2.11	4.20	.

Données (177 sociétés)

Series	Mean	S.D.	Max	Min
ACT	37.4	70.8	537.	0.00
RACAUT	0.58	0.67	1.09	-2.55
CROI	1.13	0.70	3.13	0.07
AGE	3.25	0.68	4.77	1.94
KI	3.64	0.94	6.75	2.31
PAOBKI	0.14	0.19	0.82	0.00

Var	Mean	Var	Mean	Var	Mean	Var	Mean
LQIS	0.59	GAZ	0.050	TRA	0.011	ALM	0.045
PIN	0.12	SID	0.090	DK	0.005	CAR	0.011
PSP	0.04	MET	0.050	EAM	0.005	GMG	0.033
NCF	0.38	HLL	0.062	DEL	0.135	IMP	0.022
ASS	0.15	CHI	0.056	MEL	0.011	DME	0.011
BQ	0.11	TTR	0.011	AEL	0.016	DIV	0.022
IMM	0.03	TMR	0.016	TXT	0.016		.

Période 1928-1936 (194 sociétés)

Variable expliquée : FINX

VARIABLE	COEFF	T-STAT
C	1.097	5.06
NCSP	0.206	1.44
NCIN	-0.309	-2.37
PIN	-0.201	-1.67
PSP	0.070	0.30
LQI	0.125	1.04
CROI	0.284	3.19
AGE	-0.179	-3.96
KI	-0.045	-1.52
PAOBKI	0.399	2.00
BQ	0.054	0.29
IMM	-0.087	-0.44
TRA	-0.343	-1.98
DK	-0.349	-1.49
EAM	-0.652	-2.44
DEA	0.760	2.71
DEL	-0.177	-1.31
MEL	-0.227	-1.02
AEL	-0.006	-0.02
GAZ	-0.197	-1.07
SID	-0.193	-0.93
MET	-0.418	-2.76
HLL	-0.469	-1.76
CHI	-0.225	-1.54
TTR	-0.075	-0.37
TMR	-0.208	-0.42
ALM	-0.453	-2.69
CAR	-0.658	-1.48
IMP	-0.089	-0.45
DME	-0.380	-1.87
DIV	-0.465	-2.69
R-squared		0.323
Adjusted R-squared		0.199
S.E. of regression		0.425
Durbin-Watson stat		3.215
Log likelihood		-92.79
Mean of dependent		0.330
S.D. of dependent		0.476
Sum of squared resid		29.56
F-statistic		2.602

Données (194 sociétés)

Series	Mean	S.D.	Max	Min
FINX	0.337	0.47	3.31	0.00
CROI	0.490	0.39	2.70	0.00
AGE	3.124	0.83	4.63	1.38
KI	4.277	1.42	7.86	0.85
PAOBKI	0.131	0.18	0.92	0.00

Var	Mean	Var	Mean	Var	Mean
NCIN0.	287	DK	0.019	HLL	0.014
NCSP	0.193	EAM	0.014	CHI	0.074
PIN	0.084	DEA	0.014	TTR	0.029
PSP	0.019	DEL	0.143	TMR	0.004
LQI	0.560	MEL	0.024	ALM	0.064
ASS	0.128	AEL	0.014	CAR	0.004
BQ	0.044	GAZ	0.039	IMP	0.034
IMM	0.034	SID	0.034	DME	0.029
TRA	0.049	MET	0.094	DIV	0.054

Légende du tableau 5.15

LQI : indicateur de liquidité expliqué dans le texte (pourcentage de jours de cotation effective) en début de période
LQIS = 1 si LQI > 70%, 0 sinon
LQF = indicateur de liquidité en fin de période
LQFS = 1 si LQF > 70%, 0 sinon
PIN = 1si la société compte des parts de fondateurs non cotées en début de période ou est en commandite ;
Les autres indicateurs sont les même que dans le tableau 5.5 et dans les tableaux du chapitre 4. Les conditions de taille portent sur **K** initial, la capitalisation totale en début de période (en millions de francs 1913).

La liquidité n'a pas d'effet significatif sur l'ensemble de notre échantillon avant 1913, quels que soient le seuil ou la spécification linéaire choisis pour l'introduire[145]. Le marché semble donc y attacher une importance faible. En revanche, la liquidité est dans les années 1920 significativement corrélée avec les formes de financement, sous la forme d'un seuil qui se situe à un niveau élevé d'environ 70% de jours de cotation. Une liquidité inférieure à ce seuil semble faire obstacle sérieusement au financement externe, en particulier par actions (dépasser le seuil de liquidité entraîne un gain de l'ordre de 10 points sur la part des actions dans le financement ou la racine carrée du taux d'autofinancement).

Cet effet disparaît si on examine séparément les seules petites sociétés, alors qu'il est nettement plus important et significatif si on les ôte de l'échantillon (l'effet sur les deux indicateurs de financement atteint environ 25 points). Sur un échantillon également réduit aux sociétés moyennes et grandes, l'effet favorable de la liquidité sur le financement externe et en particulier sur les actions apparaît également, quoique moins fortement, dès la décennie 1901-1913.

Le niveau du seuil de liquidité significatif comme l'absence d'effet de la liquidité sur le financement des petites suggèrent que les plus petites sociétés n'ont pas un besoin de liquidité aussi important que les grandes pour réaliser leurs émissions. Ceci peut s'expliquer par le faible montant de ces dernières et par le fait que leur souscription est réservée de fait à des professionnels.

On peut proposer l'interprétation suivante. Avant la guerre, la préférence des actionnaires minoritaires pour la stabilité de leur portefeuille (comportement hérité d'une longue habitude des placements obligataires et cohérent avec la recherche du dividende plus que de la plus-value) contribue probablement à limiter la corrélation entre liquidité et financement externe des

[145] Même la liquidité en fin de période, qui devrait au moins être la conséquence de fortes émissions, n'apparaît pas dans nos estimations (non reproduites).

entreprises. L'existence d'autres protections contre les coûts de mandat y contribue également.

En revanche, après 1914, l'exigence de liquidité est d'autant plus forte que le nombre d'actionnaires augmente et que la rémunération par plus-values entraîne de plus fréquentes réorganisations des petits portefeuilles. Cette exigence est plus forte à l'égard des sociétés moyennes et grandes, car ce sont celles dans lesquelles la séparation entre le petit actionnaire et les dirigeants est la plus grande, pour lesquelles l'information publique est la moins aisément interprétable, et enfin dont l'actionnariat est le moins souvent réduit à des spécialistes compétents.

On peut tirer deux conclusions de cette analyse. Tout d'abord, la capacité de la Bourse à fournir une liquidité moyenne croissante (avant 1914) ou constante (dans les années 1920) à un nombre d'entreprises en hausse rapide a certainement un rôle important dans le développement du marché dans les années 1920.

D'autre part, si on ne mesure pas à l'échelle de l'ensemble des entreprises cotées la croissance nette de la liquidité qui permettrait de considérer qu'elle a compensé les effets de la hausse des coûts de mandat après 1914, il semble qu'au niveau individuel, les effets soient sensibles : l'épargnant qui n'y prenait pas garde auparavant semble désormais influencé dans ses choix d'achat ou de souscription par l'assurance d'une revente aisée. De manière similaire à ce que nous avions constaté pour les coûts de mandat, la distribution de la liquidité entre les sociétés influence donc l'allocation d'une épargne donnée, sans que leurs niveaux respectifs soient en relations mesurable.

Conclusion

Nous avons observé dans ce chapitre l'importance des asymétries d'information, des lacunes de la législation sur les sociétés, et des coûts de mandat pouvant en résulter. Avant 1890, les risques de coûts de mandat sont limités, car peu d'entreprises ont réellement un actionnariat large, et les principales (chemins de fer et banques) sont ou ont longtemps été soumises à un contrôle public tatillon. L'évolution de la législation comporte deux tendances qui se recouvrent partiellement : la première tend à libérer l'action de l'entreprise des contraintes parfois excessives des statuts et de la loi de 1867, en donnant plus de pouvoir aux assemblées générales (lois de 1902-03 sur les

actions de priorité, puis loi de 1913) ; la seconde vise à protéger le petit actionnaire des abus dont il pourrait être victime de la part des vendeurs de titres (lois de 1893 sur le vote par procuration, de 1907 sur la publicité des émissions, et surtout groupe des lois de 1929-1941).

Ces deux évolutions, dont la seconde ne prendra réellement le pas sur la première qu'après 1929, sont contradictoires à l'égard des rapports entre épargnants et dirigeants des entreprises. La domination de la première jusqu'à la fin des années 1920 n'empêche pas le développement du marché financier. Avant 1914, l'élargissement de l'actionnariat et de la cote sont en effet facilités par le haut niveau et la stabilité des dividendes, par la réputation des banques et par la liquidité croissante du marché. Après 1914, la stabilité des cours et des dividendes disparaît du fait de l'inflation sans que la liquidité augmente significativement ni que les divers indicateurs de coûts de mandat utilisés se raréfient. Les divergences d'intérêt entre actionnaires et dirigeants devraient de ce fait conduire à un recul du marché et en particulier des émissions.

On constate au contraire un fort développement du marché. Une première explication découle de la constatation que nous avons faite lors de nos mesures directes des coûts de mandat et de la liquidité : leurs effets sur l'allocation de l'épargne entre les sociétés sont beaucoup plus importants que leur influence sur le niveau global du financement. Cette explication doit alors être complétée pour comprendre le développement du marché dans son ensemble. Nous verrons au chapitre 7 que des raisons macro-économiques et certaines transformations du système financier permettent d'apporter ce complément.

On ne peut cependant pas entièrement écarter une autre explication, selon laquelle les craintes de coûts de mandat élevés auraient été largement amplifiées par des juristes insistant sur des cas peut-être marginaux ou concernant surtout des sociétés non cotées, ou par des hommes politiques y cherchant une clientèle électorale. Cette stratégie est d'autant plus vraisemblable que l'importance de l'épargne en valeur mobilière durant notre période et le discours très répandu sur la «démocratie financière» fait pour beaucoup d'observateurs, même de gauche, de l'électeur médian un détenteur de titres au moins potentiel.

Conclusion de la deuxième partie

Nous avons examiné dans cette partie les principales explications micro-économiques du financement des entreprises. L'effet de la fiscalité qui est apparu est sensiblement plus faible que celui que prévoit la théorie néoclassique, sans que l'on puisse l'expliquer entièrement par des contraintes d'endettement ou des besoins de financement élevés. Même si elle justifie mieux la croissance du financement externe, la théorie keynésienne, qui met la croissance au centre du passage d'un instrument à l'autre au sein d'une hiérarchie fixe des moyens de financement, n'a pas non plus donné complète satisfaction.

L'importance de diverses caractéristiques (taille, âge ou secteur en particulier) dans les comportements de financement mesurés au niveau individuel, nous a amené à recourir à une explication en termes de coûts de mandat. Il est cependant apparu que ces derniers, comme les éléments qui permettent aux épargnants de les restreindre, expliquent beaucoup mieux l'allocation des capitaux entre les sociétés que le niveau global du financement disponible sur le marché.

Il semble donc nécessaire pour expliquer le développement global du marché d'avoir recours à d'autres types d'explication. Dès le chapitre 4, la situation conjoncturelle du marché boursier est apparue comme dominant, avant comme après 1914, les autres explications des choix de financement. On doit donc désormais penser que les transformations institutionnelles du marché boursier, l'évolution des rôles des différents acteurs et le contexte macro-économique jouent un rôle important dans le développement d'ensemble du marché comme dans la part croissante des actions dans les émissions. La troisième partie leur est consacrée.