

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

Soutenue le 11 octobre 1994 à l'Université de Paris I Panthéon -Sorbonne devant un jury composé de MM.

André Baubeau (U. Paris IX Dauphine)

Christian de Boissieu (U. Paris I Panthéon-Sorbonne)

Maurice Lévy-Leboyer (U. Paris X Nanterre)

Joël Métais (U. Paris IX Dauphine)

Eugene White (Rutgers U., N.-J., U.S.A.)

Mention très honorable, félicitations du jury à l'unanimité, proposée pour subvention à la publication et prix de thèse.

Université de Paris I Panthéon-Sorbonne

1994

Remerciements

Avant même le début de la préparation de cette thèse, mon travail de maîtrise sur la Banque de France durant la crise des années 1930, puis mon mémoire de D.E.A. sur l'investissement dans l'entre-deux-guerres me permirent de confronter les exigences de l'historien et de l'économiste : M. Lévy-Leboyer et F. Bourguignon furent dès ce moment des maîtres envers lesquels ma dette reste ouverte.

Ch. de Boissieu, qui a accepté de diriger cette thèse, m'a aidé à définir les limites d'une recherche que j'espérais un peu trop ambitieusement mener jusqu'à nos jours et en comparaison avec la Grande-Bretagne. Par sa tolérance envers les rétrécissements successifs de ce sujet et sa compréhension envers mes soucis historiens, par ses encouragements à mener un travail empirique très lourd et par son intérêt envers une tentative parfois hétérodoxe pour mêler les méthodes de l'économiste et de l'historien, il a été un appui précieux tout au long de ce travail.

Plusieurs institutions ont facilité mon travail au long de ces années : la Société des Bourses françaises a, grâce à l'appui de monsieur B. Gizard, mis ses archives à ma disposition. Mieux, alors que mon initiation à l'univers de la Bourse avait été d'abord très livresque, elle m'a permis de bénéficier entre 1990 et 1991 d'entretiens avec plusieurs agents de change (messieurs P. Lacarrière, B. Oddo, J.-P. Pinatton), ainsi qu'avec monsieur B. Mirat, dont les souvenirs et l'expérience m'ont été très utiles. Les archives du Ministère des finances ont également très aimablement accueilli mes recherches. Enfin, je remercie l'Institut de France pour la bourse Walter-Zellidja qui a financé plusieurs voyages d'étude.

Les remarques et les critiques formulées au cours de divers séminaires ou discussions m'ont évité nombre de difficultés et m'ont suggéré des voies de recherche nouvelles. Ainsi, les chapitres 1 et 2 ont été présentés d'abord dans

une version préparatoire au séminaire du D.E.A. d'histoire économique des Universités de Paris I et Paris X, puis au séminaire d'histoire économique de l'E.N.S. Ils ont été publiés sous une forme incomplète dans *Économie et statistiques* en 1993. Le chapitre 4 a été exposé (sous une forme très préliminaire) lors du séminaire "doctorants" du DELTA, et a bénéficié par la suite d'une relecture très attentive de J. Bourdieu. Le chapitre 5 a été présenté dans des versions successives au séminaire du département économie et finance de l'école H.E.C., aux journées franco-américaines du N.B.E.R. et au séminaire interne du DELTA. Enfin, les chapitres 6 et 7 ont été exposés très inachevés à l'Université Bocconi.

Parmi les participants à ces séminaires, et pour les discussions ou les apports de références dont j'ai bénéficié, je tiens à remercier en particulier L. Bloch, R. Boyer, F. Bourguignon, F. Caron, F. Curioni, M. Lévy-Leboyer, E. Malinvaud, J. Marseille, R. Michie, M. de Oliveira, A. Plessis, P. Sicsic, K. Snowden, A. Strauss, P. Temin, P. Verley et P. Villa.

Enfin, je remercie mes collègues et mes élèves de l'E.N.S. pour les heures de travail commun qui, malgré des sujets habituellement très éloignés de celui de cette thèse, furent pour moi un ferment intellectuel constant.

Introduction

Le financement est-il neutre vis-à-vis de l'activité économique réelle ? Cette question essentielle et traditionnelle de la science économique est trop souvent abordée de manière exclusivement théorique. On montre ainsi aisément que si les agents sont rationnels, l'illusion monétaire ne saurait être qu'un phénomène marginal, de sorte que la création de monnaie ne saurait modifier les comportements. On peut certes contester la perfection des marchés qui est nécessaire à l'exercice de cette rationalité, mais il est difficile de nier que celle-ci domine au moins à long terme. *A fortiori*, le marché financier, marché du long terme par excellence, semble naturellement en mesure de réaliser en permanence l'allocation optimale des capacités vers les besoins de financement. Il bénéficie en effet de l'image du marché boursier, considéré si unanimement comme l'exemple du marché parfait (c'est celui que donne Walras lui-même) que son fonctionnement n'est pas réellement analysé.

Les critiques de la thèse de la neutralité sont eux-mêmes si persuadés de la perfection du marché boursier que leurs tentatives de construction de modèles alternatifs à celui de l'économie de marché traditionnelle reposent entièrement sur les caractéristiques du marché de la monnaie : dans la version forte de ces modèles que constitue celui dit de l'économie d'endettement¹ (a), l'hypertrophie du système monétaro-bancaire en vient même à remplacer le marché financier plutôt que de lui envisager un rôle spécifique.

La perfection du marché financier est donc aussi bien supposée par les tenants d'une économie spontanément optimale que par ceux pour lesquels le marché boursier n'est qu'une relique d'un état passé de l'économie, relique que

¹ Sur ce modèle très en vogue au début des années 1980, cf. le texte fondateur de V. Lévy-Garboua & G. Maarek (1977), leur synthèse (1985), et les commentaires de Ch. de Boissieu (1983) et J. Denizet (1982).

(a) Les ouvrages ou articles cités sont signalés dans le texte et les notes par le nom de l'auteur et la date de parution. Leurs références détaillées sont fournies dans la bibliographie en fin de volume.

les spécificités de l'institution bancaire permettent de dépasser, ouvrant la voie (au moins sous certaines conditions) à une accélération volontaire de la croissance économique.

Aucune de ces branches opposées de la théorie économique ne s'intéresse à l'histoire du marché financier. On pourrait l'espérer de la théorie financière néoclassique, puisqu'elle regarde le marché boursier comme le modèle de toute relation économique (ainsi, certains auteurs reformulent l'ensemble des relations économiques comme combinaisons de contrats au comptant, à terme, ou optionnels). En réalité, l'édification de cette théorie a paradoxalement contribué longtemps au retard de l'étude historique des marchés financiers. D'une part, elle est largement construite de manière anti-historique, comme l'essentiel de la micro-économie. D'autre part, elle s'est longtemps développée par référence exclusive au cadre institutionnel américain, le seul intéressant puisque les États-Unis étaient le dernier pays où un marché financier libre d'ingérences étatiques eût gardé un rôle pour la plupart des entreprises². Son effort pour inciter à la restauration d'un marché financier parfait ne dépasse donc pas en matière historique le rappel fréquent de l'âge d'or victorien où régnaient la Bourse et l'étalon-or.

Qu'il soit constitué en mythe fondateur ou en symbole du capitalisme financier, le début du XX^e siècle est ainsi vu comme l'apogée du marché financier et de son rôle dans le financement des grandes économies occidentales. On passe ensuite à des périodes plus récentes en considérant que ce marché n'a pas survécu à la grande crise des années 1930 et aux deux guerres mondiales, l'intervention de l'État modifiant radicalement et durablement le fonctionnement du système financier et réduisant en son sein le rôle des mécanismes de marché, surtout après 1945.

Or, les bases historiques de cette vision sont pour le moins fragiles ; ainsi, le rôle considérable du marché financier dans l'économie française au XIX^e siècle et au début du XX^e est largement postulé, et n'a bénéficié de presque aucune étude approfondie.

² Les choses commencent à changer en ce domaine : le développement des marchés financiers européens et japonais dans les années 1980, et surtout plus récemment la volonté de reconstruire *ex nihilo* une économie de marché dans les pays anciennement communistes, entraînent un début de réflexion à la fois sur le cadre institutionnel optimal et sur les transformations des systèmes financiers (ce dernier domaine étant encore à ses débuts). Une raison de changement plus interne à la théorie économique se trouve dans le développement des explications en termes d'asymétries d'information, qui impose de concevoir une théorie de l'adéquation dynamique de la réglementation aux possibilités de la contourner.

L'acceptation commune de cette vision a plusieurs explications. L'importance du mythe de la Belle époque n'y est pas étranger. La raison principale est cependant la domination après 1945 d'une explication keynésienne de la croissance dont le credo est la nécessité de l'abondance monétaire. Le poids croissant des intermédiaires financiers bancaires ou parabancaires dans l'économie de l'après-guerre en est à la fois la conséquence et la raison principale. L'étude du système bancaire polarise alors l'attention de nombre d'auteurs, prompts à considérer son développement comme une caractéristique essentielle de la modernité.

Par répercussion, les études historiques se sont concentrées durablement sur les banques. Le passage de marchés boursiers considérés comme passifs à des banques vues comme de véritables acteurs du développement, qui trouve ses racines dans les théories saint-simoniennes et dans la *banking school*, est ainsi considéré par A. Gerschenkron (1962) comme le cœur de l'explication de la croissance moderne. La tâche des historiens devient alors de comprendre les précédents et les soubresauts de la progression historique vers un système financier maîtrisé, au cœur duquel se trouvent la banque et peut-être plus encore l'organisme financier public.

Durant les années 1950 à 1970 (au moins) c'est la banque qui est ainsi au cœur de l'étude historique du système financier, ce que favorise en outre l'existence de sources documentaires permettant le plein exercice des compétences historiennes. En effet, les établissements bancaires disposent de fonds d'archives riches à partir desquelles on peut reconstituer leur vie interne comme leurs relations avec leur environnement plus complètement que par la simple collation de données de bilan ou de cours de Bourse. B. Gille, J. Bouvier, M. Lévy-Leboyer, R. Cameron, A. Plessis, H. Bonin, M. Lescure, pour n'en citer que quelques uns, furent ou sont les représentants en France de cette concentration sur l'étude du système bancaire, qui prend d'ailleurs des formes variées.

Dans le même temps, les économistes renforcent cette polarisation : à la suite de M. Friedman et A. Schwartz (1963) pour les États-Unis, M. Saint-Marc en 1983, J.-P. Patat et M. Lutfalla en 1986 écrivent des histoires monétaires de la France. Le marché financier, celui du financement à long terme, la Bourse et ses acteurs, restent largement négligés. Quand quelques pages leur sont consacrées, elles sont souvent rattachées artificiellement au reste de l'analyse, de sorte que leur rôle apparaît comme clairement marginal.

Dès la fin des années 1960, R. Goldsmith (1966, 1968, 1970) protestait contre cette négligence relative envers les mécanismes du financement à long terme, et soulignait l'urgence d'une étude détaillée, pour les différents pays, de l'histoire des institutions et des mécanismes des marchés financiers. Cette étude était selon lui indispensable pour comprendre les mécanismes de la croissance économique de l'Occident. Il montrait en particulier que le poids de la masse monétaire était au XIX^e siècle, voire jusqu'à 1939, très faible en comparaison d'aujourd'hui, quels que soient les indicateurs de production ou de revenu auxquels on la rapporte, ce qui interdit de donner *a priori* la première place aux aspects monétaires. À l'inverse, l'importance de la capitalisation boursière impose d'étudier de manière détaillée le marché financier à cette époque : elle représente en effet au début du siècle en France cinq fois la masse monétaire, soit l'inverse approximativement de leur rapport actuel.

Telles sont les raisons principales qui nous ont poussé à l'étude historique du rôle du marché financier dans l'économie française³. Nous avons choisi la période qui s'étend de 1890 à la veille de la seconde guerre mondiale. Elle recouvre les moments essentiels de constitution de l'image d'Épinal dominant la vision du marché financier, soit la belle époque et les années 1920. Nous y ajoutons la crise des années 1930 qui voit cette image se brouiller.

Outre sa situation charnière, cette période est particulièrement intéressante pour notre étude.

En premier lieu, elle connaît de 1895 environ à 1930 une croissance économique rapide animée par une transformation de la structure industrielle souvent qualifiée de seconde révolution industrielle. Nous nous devons nous demander quel rôle joue le marché financier dans ce dynamisme.

D'autre part, alors que cette période tient son unité structurelle de cette révolution industrielle, deux régimes macro-économiques profondément différents s'y succèdent. En effet, l'inflation résultant de la guerre provoque une rupture profonde du fonctionnement macro-économique des économies européennes : à une période de croissance équilibrée, à inflation contenue et taux de change fixes, succède une période de déséquilibres macro-économiques presque permanents, où se suivent inflation et déflation rapides, où le régime de change est changeant et tourmenté, et où la conjoncture est très irrégulière. Il

³ Le développement récent de versions de la théorie de la croissance endogène mettant les externalités fournies par le système financier au cœur des mécanismes de développement à long terme n'a pu que confirmer notre conviction de l'importance de ce sujet (V. Bencivenga & B. Smith, 1991 ; J.-C. Berthelemy & A. Varoudakis, 1994 ; M.J. Moore, 1991 ; M. Pagano, 1993 ; G. Saint-Paul, 1992).

conviendra d'étudier dans quelle mesure ce changement entraîne une modification du rôle économique du marché financier.

Enfin, une dernière raison de privilégier cette période est le passage du libéralisme à peu près parfait régnant à la fin du XIX^e siècle et jusqu'en 1914 à l'interventionnisme encore limité mais croissant qui apparaît dans l'entre-deux-guerres, et dont nous examinerons comment il modifie le fonctionnement du marché financier.

Notre objectif est d'étudier l'efficacité du marché financier dans le service qu'il rend à l'économie française. En théorie, un marché est dit efficace si y sont réalisés instantanément tous les arbitrages nécessaires pour maintenir égaux les rendements anticipés de tous les titres qui le composent (une fois tenu compte du risque). Au delà de cette définition statique, l'efficacité implique que tous les projets d'investissement dont la rentabilité dépasse celle des titres cotés en Bourse obtiennent sans difficulté le financement qui leur est nécessaire. Le marché joue alors un rôle de réallocation des capitaux des secteurs en déclin vers les activités émergentes dont l'absence peut nuire gravement à la croissance économique.

Dans sa dimension statique, l'efficacité du marché financier se confond aux yeux de la plupart des auteurs avec l'importance du marché boursier. Plus la capitalisation est élevée et plus le marché est liquide, plus la probabilité pour que des arbitrages profitables soient négligés est faible. Tel semble bien le cas du marché financier français au XIX^e siècle. Celui-ci connaît en effet un développement rapide durant l'ensemble du siècle, dont témoigne l'importance de la part des valeurs mobilières dans la fortune ou dans le revenu des français à la fin du siècle (tableaux 0.1 et 0.2).

Tableau 0.1 : importance des valeurs mobilières en France au XIX^e siècle

	1850	1880	1890	1913
Titres détenus par des français	9	56	74	112
<i>Id.</i> en % du PIB	75%	265%	334%	321%
<i>Id.</i> en % de la fortune nationale		28%	33%	43%

Légende : montants des titres détenus en milliards de francs. Sources : Neymark (1911c, p. 89) pour le montant des titres détenus par des français; Le montant pour 1913 se rapporte à 1911 et est fourni dans son article "Les valeurs mobilières en France", *Le Rentier*, 7 août 1913. La part des titres dans le PIB est calculée par rapport au PIB évalué par M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon (1985); M. Lévy-Leboyer (1976, p. 396) pour la part des titres dans la fortune nationale.

Tableau 0.2 : importance des revenus des valeurs mobilières et de l'immobilier

	1880	1913	1929	1938
Valeurs mobilières	11,10%	12,20%	10,20%	11,50%
Immobilier	19,50%	14,60%	7,40%	6,50%

Légende : revenus en pourcentage du revenu national. Source : Ch. Morisson (*in* M. Lévy-Leboyer & J.-C. Casanova, 1991, p. 152).

La période 1890-1914 est clairement l'âge d'or des valeurs mobilières, même si le marché est déjà bien développé dans les décennies antérieures. Plus précisément, c'est la capitalisation boursière des valeurs cotées qui signale le développement du marché en tant que tel⁴ (tableau 0.3).

Tableau 0.3 : capitalisations des valeurs inscrites à la cote officielle de la Bourse de Paris

	1880	1891	1902	1913	1921	1927	1937
Valeurs françaises	47	59	64	70	158	283	378
Valeurs étrangères	32	51	66	71	47	113	166
Total	78	110	130	141	206	396	544
Val. fr. en francs 1913	47	63	77	70	51	51	64

Légende : les capitalisations sont évaluées aux cours de fin d'année, sauf 1921 (30 avril), 1927 (31 mars) et 1937 (15 octobre), en milliards de francs courants sauf à la dernière ligne (où l'indice des prix utilisé est celui des prix de détail). Source : Moreau-Néret (1939, p. 296).

Le maximum de la capitalisation totale est atteint entre 1902 et 1913. Il en est de même de celle des valeurs françaises, plus significative pour notre étude du fait que les valeurs étrangères peuvent être cotées en même temps sur plusieurs Bourses. Encore faudrait-il ajouter à la statistique ici fournie les capitalisations de la coulisse et des Bourses de province⁵.

⁴ La fortune mobilière française n'est pas nécessairement identique à la capitalisation des titres cotés en France. En effet, des titres peuvent être cotés à Paris uniquement du fait de l'activité du marché boursier et sans que les français en détiennent une part importante. Ceux-ci peuvent en outre détenir des titres étrangers non cotés (la coulisse les adopte cependant en général dès qu'un marché substantiel semble en mesure d'exister). Enfin, les étrangers possèdent aussi des titres français. Plus que la capitalisation, les contemporains utilisent d'ailleurs les statistiques fiscales pour estimer la fortune mobilière.

⁵ La coulisse est le nom donné à la réunion informelle d'intermédiaires non officiels qui proposent leurs offices pour coter et négocier les titres. Son origine est aussi ancienne que son existence est controversée, puisqu'elle enfreint le monopole dont bénéficie en droit la

Ce développement considérable du rôle des valeurs mobilières et du marché boursier résulte selon les contemporains de la conjonction d'un contexte institutionnel très favorable et de la situation socio-économique de la France de cette période. La solidité de la monnaie, la protection assurée par un marché boursier réglementé, la faiblesse de la fiscalité sur les valeurs mobilières ou le choix offert entre des titres nominatifs très sûrs et des titres au porteur très aisément cessibles sont pour beaucoup dans le développement du marché. Par ailleurs, les titres présentent des qualités qui en font le placement idéal pour l'épargnant : ils ne s'usent pas, ne sont pas frappés d'obsolescence, sont aisément liquidables, et leur détention est possible sans compétences ni soins particuliers (*cf.* Neymarck, 1911a ; Leroy-Beaulieu, 1906 ; Delanney, 1928 ; Lescure, 1936, entre beaucoup d'auteurs). Ils deviennent ainsi le support privilégié d'une épargne nouvelle, celle des classes moyennes urbaines, épargne d'autant plus importante que la protection sociale est quasi-inexistante, que la population française est vieillissante, que son espérance de vie comme son revenu s'accroissent, de sorte qu'elle commence à se préoccuper d'une retraite après les années de travail, et enfin que le placement foncier ou immobilier est moins aisément accessible à des fortunes moyennes, tandis que l'assurance-vie n'est qu'à ses débuts.

À côté de ces explications du développement de la demande de valeurs mobilières, l'offre de titres donne lieu de la part des contemporains à des commentaires également enthousiastes. La croissance de l'offre résulterait d'un mouvement irrésistible de transformation des entreprises familiales en sociétés ; elle entraînerait, selon l'expression de l'époque, un passage de l'ancien régime de la possession directe des choses au régime moderne de la détention de créances sur des sociétés⁶. Ces changements seraient l'effet non seulement de la croissance et de la concentration accrue des entreprises, mais aussi de l'apparition de nouveaux secteurs plus capitalistiques pour le développement desquels l'association des épargnes du grand public est nécessaire.

Compagnie des agents de change. Beaucoup plus libres de leurs mouvements, et donc plus efficaces que les agents de change, les coulissiers deviennent parfois menaçants pour ceux-ci et se voient remettre à leur place par des procès intentés par la Compagnie des agents de change. Leur situation illégale permet aussi parfois à leurs clients de refuser de leur rembourser certaines dettes lors des krachs qui jalonnent l'existence de la Bourse, ce qui rend leur situation très instable. Enfin, les Bourses de province (Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nantes, Toulouse, et plus tard Nancy) sont organisées comme le marché officiel parisien en vue de coter des valeurs régionales, mais sont d'une importance nettement moindre (*cf.* chapitre 6).

⁶ Sur cette considération accordée aux valeurs mobilières, dont l'invention serait d'une importance historique égale à celle de la machine à vapeur, *cf.* les auteurs précédemment cités et Théry (1900, pp. 1ss).

Cette insistance presque exclusive sur ce mouvement de modernisation des outils financiers utilisés par les entreprises, alors que l'essentiel du marché est dominé par des titres publics ou quasi-publics, est le signe d'une gêne de la part d'auteurs en général libéraux, à célébrer l'efficacité d'un marché dont les titres privés ne représentent en réalité qu'une partie minime. La véritable raison du développement du marché financier au XIX^e siècle n'est en effet pas la représentation croissante du capital fixe par des titres (même si cette tendance est réelle), mais le succès de l'État à faire accepter sa dette malgré son volume considérable⁷. Cette vision des choses est renforcée si on ajoute à la dette publique proprement dite les titres dont la valeur tient largement à la garantie explicite ou implicite des pouvoirs publics, en particulier ceux des emprunteurs massifs que sont le Crédit foncier et les grandes compagnies de chemins de fer⁸ (tableau 0.4). Le marché boursier semble donc bien avoir été créé pour donner de la liquidité à cette dette plus que pour financer l'industrie⁹.

⁷ Il est probable que le maintien d'une très forte dette publique résulte également du développement d'une catégorie de rentiers qui considèrent ce placement comme idéal et favorisent voire exigent son maintien (Théret, 1993).

⁸ Les obligations des grandes compagnies de chemins de fer sont depuis longtemps couvertes par une telle garantie, que tous les observateurs considèrent comme la condition du succès de leurs innombrables émissions. Depuis les conventions de 1883, même les actions de ces compagnies bénéficient d'une garantie étatique de dividende. Ces conventions vont "transformer les actions en véritables obligations, surtout pour les compagnies peu prospères" (R. Villers, 1955, p. 189), en contrepartie d'une élévation de 50 à 66% du prélèvement de l'État sur les bénéfices supérieurs au dividende statutaire. Si les compagnies du Nord et du P.L.M. ne recourent jamais avant la guerre à la garantie de dividendes, on sait que la compagnie d'Orléans est reprise dès 1905 par l'État à ce titre.

⁹ C'est d'ailleurs ce que confirme son histoire : le marché du XVIII^e siècle est principalement (hors l'épisode Law) un marché d'effets de commerce et non de titres à long terme. En effet, les entreprises de grande taille sont rares, et le grand commerce réunissant plusieurs associés fonctionne encore souvent sous la règle de la liquidation complète de la société après chaque campagne, règle logique en l'absence de capitaux fixes importants (Ph. Jobert, 1991). Si des opérations financières à long terme existent, elles concernent plutôt les particuliers ; elles transitent par un réseau notarial qui, s'il permet au marché d'atteindre une certaine efficacité, est cependant peu liquide (Ph. Hoffman & alii, 1994). L'absence d'unité et donc de liquidité de la dette publique entraîne des coûts de transactions très élevés qui rendent difficile le financement de l'État lorsque ses besoins sont élevés et les grands financiers peu enclins à la confiance. Quand en 1801 le Premier Consul fonde la Bourse, c'est un marché pour la rente récemment consolidée qu'il recherche, sur le modèle du marché financier londonien qui a financé sans heurts sérieux les guerres anglaises durant tout le XVIII^e siècle et totalisera après les guerres napoléoniennes une dette publique unifiée de 733,6 millions de livres sterling (R. Michie, 1993).

Tableau 0.4 : répartition entre emprunteurs de la capitalisation des valeurs françaises

	1851	1861	1880	1891	1902	1913
Titres publics	75%	51%	51%	48%	48%	43%
Chemins de fer	12%	37%	33%	32%	33%	34%
Crédit foncier		1%	6%	8%	7%	9%
Autres sociétés	13%	11%	11%	12%	12%	13%

Légende : répartition selon la valeur nominale des valeurs françaises inscrites à la cote officielle de la Bourse de Paris (en fin d'année). Titres publics : rentes et valeurs du Trésor, Crédit national et emprunts garantis, collectivités locales et administrations coloniales. Les chemins de fer incluent les emprunts des PTT après 1913. Source : Moreau-Néret (1939, p. 296).

L'importance de la capitalisation boursière et l'existence d'une large demande de titres ne permettent donc pas de conclure à l'importance du marché boursier pour l'économie française. Plus exactement, l'importance de la dette publique fait que l'impact économique de la Bourse est important en ce qui concerne la distribution des revenus, ce qui peut affecter indirectement la production et la croissance. En revanche, une mesure globale ne suffit pas à assurer que le marché financier a réellement un rôle dans le financement des entreprises durant cette période.

Certes, la seule existence d'un marché actif constitue en théorie une garantie de la bonne allocation des capitaux : les investissements industriels profitables devraient trouver à se financer aisément dès lors que transitent par le marché des capitaux importants à la recherche du meilleur placement. D'autre part, la présence d'un marché de titres publics actif est probablement nécessaire à la fois pour fournir aux épargnants les moyens de constituer le fonds de portefeuille de titres sans risque que recommande la théorie financière (*cf.* chapitre 3) et pour assurer aux intermédiaires un revenu minimal. Enfin, la croissance du marché parisien au XIX^e siècle indique clairement que s'est constitué grâce aux titres publics un ensemble d'institutions, de spécialistes compétents (agents de change et banquiers), de pratiques de marché, qui font de Paris une véritable place financière, capable certainement de s'intéresser à des opérations variées. En ce sens, le développement du marché autour des titres publics semble à la fois normal et souhaitable, y compris pour la satisfaction des besoins des sociétés privées¹⁰.

Pourtant, la domination des titres publics à notre époque est telle que l'on peut se demander si une place demeure pour les titres privés. Le marché, s'il est actif, sert principalement à réallouer vers des titres publics les intérêts payés

¹⁰ La Bourse de Londres ne s'est pas développée autrement au XVIII^e et au début du XIX^e siècle. L'expérience de la France des années 1980 montre également la nécessité d'une dette publique importante pour le développement du marché boursier. Certains auteurs ont même remis en cause récemment la possibilité de créer un marché financier en l'absence de dette publique (G. Saint-Paul, 1994).

par d'autres titres publics. L'efficacité au sens statique est peut-être présente, car l'importance des montants en présence et l'homogénéité des différents titres facilite l'arbitrage. En revanche, il n'est pas évident qu'elle le soit au sens dynamique, qui impose une aptitude à mesurer des risques et à anticiper des rendements aléatoires, aptitude qu'ont probablement peu développée des décennies d'habitude de placement en titres considérés comme sans risque.

Cette question ne peut guère être résolue avec les instruments de mesure très sommaires hérités d'une époque où l'on parle plus de la Bourse pour évoquer la fortune individuelle ou nationale que pour mesurer le financement des entreprises, où l'on préfère étudier les stocks de titres présents sur le marché secondaire aux flux en formation sur le marché primaire, où, finalement, le point de vue de l'entreprise qui recherche un financement est considéré comme secondaire par rapport à celui de l'épargnant en quête d'un placement.

Or c'est du point de vue des entreprises que nous devons nous placer pour examiner dans quelle mesure le marché financier a contribué à la croissance de l'économie française. C'est l'importance des financements que leur présence sur le marché leur permet d'obtenir qui nous importe. Et c'est donc dans son aspect dynamique d'allocation des épargnes aux investissements plus que dans son aspect statique d'égalisation des rendements anticipés que nous devons étudier le marché financier.

Plusieurs raisons justifient ce dernier choix. Techniquement, il est probable que la méthode de Shiller (1989), qui cherche à mesurer l'efficacité du marché par les volatilités relatives des rendements des différents titres dans le temps, soit la plus rigoureuse. Mais outre que nous ne disposons pas des données permettant ce genre d'étude, et que leur construction représenterait à elle seule un travail considérable, celle-ci nous a semblé prématurée. En effet, un tel travail impose des hypothèses théoriques très fortes, qui ne peuvent être acceptées que pour un marché dont les caractéristiques principales sont bien connues et font l'objet d'un accord général, ce qui n'est pas le cas de celui que nous étudions.

Or le marché financier français durant notre période est mal connu. Si sa conjoncture a été décrite maintes fois, que ce soit par les contemporains ou postérieurement (F. Marnata, 1973 ; A. Sauvy, 1984), ses structures principales restent obscures : quelles entreprises ont accès au marché ? quelle est l'importance des émissions de titres dans leur financement ? quelles raisons expliquent les places différentes des divers moyens de financement ? Ces

questions imposent une recherche détachée de la conjoncture, qui vise à établir des connaissances solides sur les traits principaux du marché financier.

Cette recherche présente nombre de difficultés méthodologiques. En effet, à la différence du marché des capitaux à court terme, qui est organisé par un système bancaire fortement concentré, le marché financier est le lieu de rencontre d'une multiplicité d'agents : les banques d'affaires organisent les émissions, les banques de dépôt et les coulissiers les placent, tandis que ces derniers et les agents de change gèrent des systèmes d'opérations multiples et non coordonnés. Cette multiplicité d'acteurs rend la définition même du marché financier beaucoup plus délicate en pratique qu'en théorie.

En outre, elle coïncide avec une rareté des sources documentaires habituelles de l'historien (ou plutôt elle est à l'origine de celle-ci). En effet, aucun de ces acteurs n'est investi de l'élaboration des archives qui permettraient d'étudier l'ensemble des facettes du marché financier. La Compagnie des agents de change semble avoir conservé peu de documents utiles, les archives bancaires accordent souvent une place limitée aux opérations financières, tandis que les agents de change éprouvent de grandes réticences à ouvrir leurs archives¹¹.

Nous avons donc cherché en premier lieu à établir les conditions d'une observation satisfaisante du rôle du marché financier français dans le financement des entreprises. Cette recherche a été menée de manière à permettre de comprendre à quelle logique et à quelles contraintes répond le comportement des entreprises en la matière.

Les questions que nous nous posions étaient les suivantes : ce comportement découle-t-il directement des besoins de financement liés aux transformations structurelles de l'économie ? vise-t-il d'abord à optimiser le rendement du capital comme le suppose la théorie micro-économique ? ou dépend-il principalement de caractéristiques macro-économiques ? Notre réponse à ces questions comprend trois parties.

La première cherche à mesurer si l'on peut parler d'un rôle plus que marginal du marché financier dans le financement des entreprises françaises et si ce rôle évolue en fonction des transformations de l'économie française durant notre période. La réponse à ces questions impose le détour par la construction de nouveaux indicateurs qui ne soient pas entachés des faiblesses de ceux que nous avons évoqués plus haut.

¹¹ Ces réticences s'expliquent par la durée des relations entre les agents de change et leurs clients, qui durent souvent encore aujourd'hui, et par la tradition (et l'obligation légale) de secret de cette profession.

La deuxième partie examine si le rôle du marché dans le financement des entreprises résulte essentiellement ou non de la simple adaptation optimale d'entreprises et d'épargnants rationnels à des transformations du contexte dans lequel ils se rencontrent, ce dans deux hypothèses, l'une de marché parfait et l'autre d'incomplétude des contrats financiers. Elle permet en outre d'éclairer plus précisément le rôle du marché secondaire dans les décisions financières.

La troisième partie examine l'impact des transformations macro-économiques et institutionnelles sur l'évolution structurelle du marché ; elle permet d'envisager dans sa globalité le marché financier comme de comprendre à quelle condition les titres privés y trouvent leur place.

PREMIÈRE PARTIE

LE RÔLE CROISSANT DU MARCHÉ DANS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES

Chapitre 1

Élargissement de la cote et croissance des émissions

La seconde révolution industrielle¹² se caractérise par un ensemble d'innovations techniques renouvelant plusieurs secteurs d'activité (sidérurgie, chimie) et par l'apparition de branches entièrement nouvelles (électricité, automobile). Elle entraîne dans la plupart des cas une augmentation de l'échelle de production rentable, du fait de l'apparition de nouveaux coûts fixes (recherche-développement, marketing) et des caractéristiques techniques de certains équipements (dans la sidérurgie en particulier), d'où résulte une concentration des entreprises. Elle impose donc des investissements coûteux et fréquemment indivisibles dépassant souvent les capacités d'autofinancement des sociétés anciennes, et des besoins financiers importants pour le lancement de sociétés dans les activités nouvelles. Les besoins de financement qui en découlent peuvent faire attendre un recours accru des entreprises au marché financier.

Ce recours accru peut se présenter de deux manières : en premier lieu, les entreprises peuvent recourir au marché pour donner de la liquidité au capital existant. La simple cotation peut en effet permettre aux anciens actionnaires de se dégager, ou même, en fournissant une évaluation neutre de leurs actifs, leur donner accès au crédit sur titres qui se développe alors. La cotation est en particulier fréquemment utilisée pour régler les difficultés pouvant se présenter lors de la transmission d'entreprises. D'autre part, les entreprises peuvent s'adresser au marché pour obtenir des capitaux supplémentaires, sous forme d'émissions d'actions ou d'obligations. Ce sont ces deux formes de recours au marché dont nous souhaitons évaluer l'importance.

¹² Sur ce vaste sujet que nous ne faisons qu'évoquer, cf. F. Caron (1985) pour une synthèse et de nombreuses références sur les aspects technologiques ; A. Chandler (1977) pour les transformations organisationnelles et l'apparition de la grande entreprise ; N. Rosenberg & L. Birdzell (1986) pour une synthèse. Si le concept de seconde révolution industrielle est un peu flou, il permet cependant de synthétiser un certain nombre d'évolutions contemporaines.

L'influence probablement déterminante de l'État sur les choix des entreprises quasi-publiques que sont les compagnies de chemins de fer et le Crédit foncier nous a amené à les exclure de notre étude¹³, qui se concentre ainsi sur les sociétés pouvant librement réaliser des choix de financement tels que ceux envisagés ci-dessus.

Malheureusement, les statistiques existantes sont très insuffisantes aussi bien en ce qui concerne la capitalisation boursière, et donc la présence sur le marché de ces entreprises, que pour les émissions qu'elles y réalisent. La définition comme la construction de ces statistiques sont centrées sur l'épargnant et ne permettent pas d'évaluer l'importance du marché pour les entreprises. Il sera donc nécessaire de construire des données plus appropriées à cette étude. Celles-ci nous permettront de mesurer l'importance croissante qu'a le marché financier dans le financement des entreprises privées françaises, et en particulier le développement des ressources que celles-ci en tirent¹⁴.

I. OUTILS DISPONIBLES POUR MESURER LE RÔLE DU MARCHÉ POUR LES SOCIÉTÉS

Comme on l'a vu en introduction, les principaux instruments nécessaires pour mesurer le rôle du marché dans le financement des entreprises sont leur capitalisation boursière et leurs émissions. Notre objectif étant de mesurer la contribution du marché financier à la modernisation de l'économie française, nous concentrerons notre recherche sur les entreprises françaises exploitant en France. On exclut ainsi les sociétés étrangères, dont les activités en France sont le fait de sociétés françaises, mais aussi les sociétés coloniales¹⁵. Avant 1890, les seules statistiques disponibles retracent l'évolution à long terme de la capitalisation boursière. Ce n'est qu'après cette date qu'apparaissent les

¹³ Ces sociétés sont ordinairement séparées par les études de l'époque. Leur financement massif par émissions d'obligations ne serait pas envisageable par une société privée ne bénéficiant pas de la garantie publique. D'autres secteurs, en particulier ceux exploitant des services publics en concession, sont surveillés par l'État et bénéficient peut-être d'une garantie implicite, mais le fait n'est pas établi aussi clairement. Nous les avons inclus dans notre étude et jugerons directement de l'indépendance de leurs pratiques de financement.

¹⁴ Le lecteur que n'intéressent pas la méthode de construction de données et ses justifications peut se reporter directement à la troisième partie de ce chapitre.

¹⁵ L'exclusion des sociétés coloniales se justifie car l'économie des colonies ne vit pas au même rythme que celle de la métropole, de sorte que les mêler aux autres risquerait d'entraver la claire perception des phénomènes relatifs aux entreprises métropolitaines; en outre, les sociétés coloniales ont été étudiées par plusieurs auteurs (en particulier J. Marseille, 1984).

premières statistiques d'émissions. La comparaison entre la période antérieure à 1890 et la nôtre repose donc sur l'examen de la seule capitalisation boursière.

I. A. La capitalisation boursière

On a observé dans l'introduction la prépondérance de la dette publique au sein de la capitalisation boursière jusqu'à la première guerre mondiale. Cette domination n'a pas empêché le marché d'étendre progressivement son emprise aux titres privés. Longtemps, cette extension est restée limitée aux sociétés exploitant des concessions de services publics : docks, canaux, transports maritimes, distribution d'eau, et surtout chemins de fer qui immobilisent une part considérable de l'épargne, en particulier sous le Second Empire¹⁶, en bénéficiant souvent de garanties implicites ou explicites de l'État du fait de sa responsabilité dans les concessions et des obligations de surveillance qui lui incombent. Par la suite, les années 1870 sont celles du début du développement d'un système bancaire moderne qui trouve en Bourse les fonds propres nécessaires à sa croissance rapide.

Les années 1890 connaissent par rapport aux années 1880 une forte croissance à la fois du nombre de sociétés industrielles (plus précisément non financières) cotées et de leur part dans la capitalisation totale des valeurs françaises hors chemins de fer (tableau 1.1).

Cette augmentation résulte cependant largement de la hausse des cours, tandis que l'accroissement de la capitalisation nominale est plus faible, de sorte qu'il n'est pas évident que l'ampleur du marché offert aux titres privés ait substantiellement augmenté. Les données disponibles sont d'ailleurs en partie contradictoires sur ce point¹⁷. Selon Théry (1900), les années 1890 voient une remontée de la part des sociétés privées dans le total des valeurs cotées. Ces années seraient ainsi à l'industrie ce que les années 1880 (et surtout 1870) avaient été à la finance : le taux de croissance de leur valeur nominale est 5 fois

¹⁶ Outre les grandes compagnies de chemins de fer, on peut citer entre autres pour les années 1850-70 : les docks du Havre, de Marseille et de Rouen, la Compagnie Générale Transatlantique, les Messageries Maritimes, les Transports Maritimes à Vapeur, les Omnibus de Paris, les Voitures de Paris, la Générale des Eaux, l'Union des Gaz, la Compagnie Parisienne d'Éclairage.

¹⁷ Le total de la capitalisation des valeurs de sociétés privées françaises hors chemins de fer est en 1890 pour Théry (1900) de 3311 (actions) + 1227 (obligations) soit 4548 millions contre 6959 fin 1891 selon Moreau-Néret (1939). Même forte différence en faveur de ce dernier qui estime à fin 1880 le total à 4705 millions contre 2487 + 1022 = 3609 selon Théry à début juillet. Ces différences ne sauraient s'expliquer par les petites différences entre les dates de mesure. Il y a d'ailleurs également désaccord pour certaines statistiques de titres publics.

plus élevé que celui de la moyenne des valeurs françaises (alors qu'il était inférieur dans les années 1880).

Tableau 1.1 : capitalisation boursière des titres français privés cotés à la cote officielle

	1 ^{er} juillet 1880			1 ^{er} juillet 1890			31 décembre 1899		
	nb	valeur nominale	valeur cotée	nb	valeur nominale	valeur cotée	nb	valeur nominale	valeur cotée
1. Actions									
Financières	46	939	2092	53	1341	2104	52	1468	2386
Assurances	35	111	714	47	158	609	44	117	787
Industrielles	140	1437	2066	167	1812	3067	269	2176	4835
2. Obligations	55	1022	888	68	1227,2	1157,9	133	1575,9	1408,7
Total		3509	5760		4538,2	6937,9		5336,9	9416,7
Total (% de la cote)			13,38			12,32			14,95

Légende : valeurs en millions de francs courants, hors chemins de fer et Crédit foncier. Le nombre total de sociétés n'est pas égal à la somme des émetteurs d'actions et d'obligations car la plupart des émetteurs d'obligations sont cotés. La capitalisation utilisée pour calculer la part des titres privés est celle de l'ensemble des valeurs françaises. Source : Théry (1900, pp. 25s).

À l'inverse, selon les chiffres de Moreau-Néret la part de l'industrie baisse dans le total de la capitalisation, même si leur croissance relativement à celle des autres titres s'accélère par rapport à la décennie antérieure.

Les différences entre les deux statistiques peuvent provenir de nombreuses sources. Ainsi, ils prennent peut-être des positions distinctes sur la libération des titres¹⁸ (seul Théry précise qu'il n'a compté les titres qu'à hauteur de leur libération). L'un compte peut-être l'ensemble du capital au lieu des seuls titres cotés, ce qui peut faire une différence sensible à une époque où nombre d'entreprises protègent leur contrôle en n'inscrivant à la cote qu'une partie de leur capital¹⁹. Enfin, il est possible que les sociétés françaises exploitant hors de France (dans les colonies ou à l'étranger) ne soient pas comptées de la même manière par les deux auteurs. En l'absence d'indications précises sur ces points, il est difficile de caractériser précisément l'évolution de la dernière décennie du siècle.

¹⁸ En effet, à la différence des sociétés industrielles dont les besoins de capitaux imposent en général la libération rapide du capital social, de nombreuses sociétés financières utilisent la possibilité de la libération partielle pour se constituer une garantie vis-à-vis de leurs déposants sans être obligées au paiement d'un dividende trop élevé. Certaines sociétés d'assurance fonctionnèrent même jusqu'à la loi de 1907 (qui imposa un taux minimal de libération) sans aucun versement sur le capital souscrit. Des banques importantes, dont la Société générale, gardèrent très longtemps la moitié ou plus de leur capital non libéré.

¹⁹ Il en résulte une fongibilité imparfaite des titres, dont témoigne également le fait qu'un déposant de titres dans une banque peut exiger la restitution de ses propres titres, pratique qui demeure jusqu'à la création de la Caisse centrale de dépôt et de virement de titres durant la seconde guerre mondiale.

S'il est difficile au début de notre période de trancher sur la variation de la capitalisation boursière des titres privés, c'est à dire sur l'importance du marché qui leur est ouvert, il est encore plus hasardeux d'utiliser cette source (l'unique à notre disposition) pour mesurer l'importance du marché comme source de financement.

Les contemporains sont parfois tentés d'estimer par la capitalisation boursière le financement des sociétés cotées, c'est-à-dire le flux d'épargne mis à leur disposition durant une période. La variation de la capitalisation des titres cotés est pourtant loin de mesurer les ressources obtenues par les sociétés : la simple inscription à la cote de titres antérieurs fait augmenter la capitalisation boursière même sans aucune émission nouvelle²⁰, l'accroissement du portefeuille des épargnants n'étant que le reflet de la baisse de celui des anciens propriétaires (si même il y a réel changement de propriétaires, ce qui n'est en rien nécessaire). La possibilité d'émettre des actions au dessus du pair en période de bonne conjoncture accroît encore l'incertitude sur le montant du financement obtenu.

La variation de la capitalisation boursière retrace donc uniquement l'augmentation du portefeuille des épargnants²¹. Cette prépondérance du point de vue de l'épargnant et l'imprécision de la construction des statistiques anciennes empêche donc de porter un jugement sur l'évolution du marché comme du financement offert aux sociétés françaises des années 1880 aux années 1890.

Plus largement, le cas particulier de la décennie 1890 jette le doute sur l'utilisation de statistiques de capitalisation boursière aussi grossières. Sans une définition précise des critères de choix des sociétés considérées, sans une distribution sectorielle plus détaillée et des informations complémentaires, il semble difficile de tirer des conclusions utiles de ces données.

²⁰ En revanche, les variations du montant nominal des rentes cotées reflètent bien le recours de l'État au crédit public, car les rentes sont cotées dès l'émission (même si elles sont souvent émises bien en dessous du pair et si l'existence de rentes amortissables empêche le calcul de flux nets).

²¹ Elle n'est pas non plus égale à un flux d'épargne nouvellement investie du fait qu'elle ne déduit pas les intérêts et remboursements versés par les sociétés, et inclut les plus et moins values. Cette domination du point de vue de l'épargnant est illustrée par la faiblesse des efforts de Théry (1900) pour mesurer le montant des valeurs mobilières absentes de la cote officielle (qu'il estime à toute date à 10% des valeurs cotées hors rente). Ces titres, s'ils fournissent également des liquidités à l'entreprise ou un financement à une collectivité locale, n'appartiennent pas au portefeuille, toujours liquidable, d'un épargnant même aisé.

I. B. Les statistiques d'émissions

I. B. 1. Les statistiques existantes

De même que pour les séries de capitalisation boursière, les statistiques d'émission anciennes répondent mal à nos besoins du fait de la domination du point de vue de l'épargnant. Si quelques spécialistes tentent, longtemps sans succès, de convaincre les autorités publiques de l'utilité d'un recensement systématique des émissions²², les rares auteurs de statistiques d'émissions travaillent souvent pour des journaux financiers (seuls capables de financer le rassemblement de renseignements nombreux et coûteux à gérer), et adoptent donc une approche de gestion de portefeuille. Il en résulte une confusion fréquente entre la mise sur le marché d'actions existantes et la création d'actions nouvelles lors d'augmentations de capital, entre augmentations de capital en numéraire ou contre apports, ou une négligence de caractéristiques économiques comme le secteur ou le lieu d'exploitation (au profit de la seule nationalité des sociétés, considération juridiquement plus importante). Pire, les statistiques ainsi publiées sont en général incomplètes ou de courte durée. Ainsi, *Le Temps* publie des listes d'émissions à partir de 1894, mais nettement lacunaires (Raffalovitch, 1896, p. 690); *L'Économiste européen* l'est moins, mais ne distingue pas les émissions des introductions en Bourse. La statistique proposée par Neymarck à partir de 1900 dans *Le Rentier*, puis le relevé publié à partir de 1905 au *Bulletin de statistique et de législation comparées*²³ constituent un progrès, même si la première ne distingue pas le montant versé par les souscripteurs de la valeur cotée, et si la seconde est restreinte à la cote officielle et ne relève que la valeur nominale des titres. Toutes maintiennent une distinction purement juridique entre valeurs françaises et étrangères. Surtout, toutes disparaissent après la Grande guerre, ce qui les rend peu utilisables pour une étude de longue période²⁴.

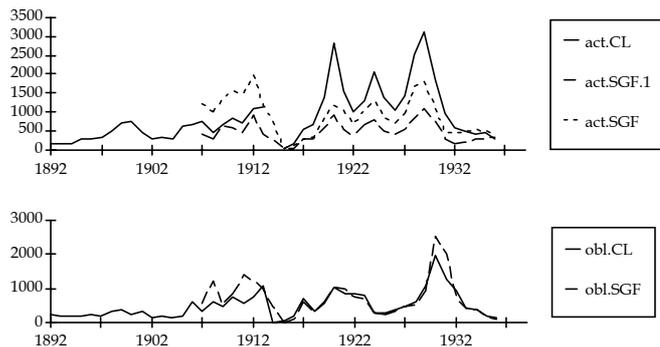
²² Dès 1888, Neymarck fait remarquer les inconvénients de l'absence de statistique des émissions. Un vœu de construction d'une statistique en ce domaine est émis en 1900 par le Conseil supérieur de statistique.

²³ La base de départ est fournie dans le volume de 1905, p. 317.

²⁴ Le *Manuel des valeurs cotées hors parquet à la Bourse de Paris*, de Decourdemanche (publiée par la *Cote Desfossés*) a 3 éditions (1893, 1897 et 1899, donnant la date d'inscription à la *Cote Desfossés*); il devient l'*Annuaire Desfossés* en 1907. L'*Annuaire général des sociétés françaises par actions et des principales sociétés étrangères (cotées et non cotées)*, publié par *L'Information* de 1898 à 1907 donne des détails sur des sociétés non cotées mais rien de plus sur les cotées. On peut citer pour mémoire le très éphémère *Guide annuaire financier, répertoire des valeurs cotées au marché*, publié entre 1909 et 1912 par le *Journal des chemins de fer, des mines et des travaux publics*. Enfin, l'*Annuaire Chaix* comporte peu de sociétés et des renseignements disparates.

Finalement, seules deux statistiques sont généralement considérées comme utilisables : celles de la Statistique générale de la France (SGF) et du Crédit lyonnais (publiée et commentée par F. Marnata, 1973). Toutes deux sont partiellement rétrospectives puisque la première ne commence à être publiée systématiquement que dans les années 1920, tandis que la seconde n'est pas publiée avant 1957 (Congrès international pour l'étude des problèmes de l'épargne) (graphique 1.1).

Graphique 1.1 : différentes statistiques d'émissions



Légende : act.SGF.1 inclut les seules augmentations de capital, tandis que act.SGF compte également les inscriptions à la cote de titres existants. C'est également la définition du Crédit lyonnais (act.CL). Les séries de la SGF incluent seulement les sociétés françaises non coloniales (mais pour les obligations, leur montant avant 1919 est évalué à 90% du total des sociétés françaises, part constatée en 1913). Celles du Crédit lyonnais incluent toutes les sociétés françaises. Les montants sont en millions de francs 1913.

Ces deux statistiques ont soi-disant le même objet : les émissions publiques réalisées en France par des sociétés françaises autres que les compagnies de chemins de fer²⁵. Les différences considérables que l'on peut constater entre elles (surtout pour les actions, mais également pour les obligations dans les années 1929-30 où elles sont à leur maximum) s'expliquent en partie par des différences de méthode de comptabilisation. La statistique du Crédit lyonnais inclut les apports en nature en plus des émissions en numéraire²⁶; ceci entraîne un fort risque de surestimer les montants des émissions dans une période où beaucoup d'entreprises passent d'une forme juridique à une autre, provoquant des émissions d'actions qui ne correspondent à aucun apport d'argent frais. Les séries de la SGF négligent en revanche les primes d'émission.

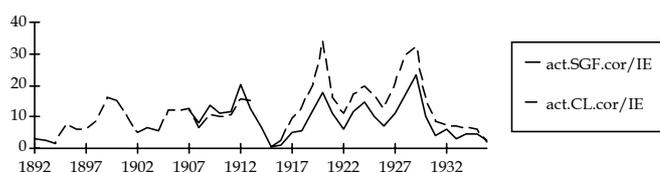
²⁵ La statistique de la SGF est plus large, mais fournit cet élément.

²⁶ Une incertitude existe néanmoins sur ce point : F. Marnata, qui a publié ces statistiques, cite un document interne du Crédit lyonnais datant de 1892 qui affirme que seules les émissions en numéraire doivent être considérées (1973, p. 68) ; à l'inverse, Ulmer (1929) affirme que les apports sont inclus dans les séries du Crédit lyonnais quand il les compare de manière détaillée à celles de la Statistique générale. Il nous semble que l'avis d'Ulmer, qui juge a posteriori, est plus autorisé qu'une note décrivant a priori les ambitions de la statistique du Crédit lyonnais.

Face à ces difficultés, nous avons tenté une correction des deux statistiques de manière à les ramener à des définitions comparables et correspondant aux définitions usées en macro-économie, à savoir les émissions publiques en numéraire des sociétés françaises exploitant en France (le détail de la correction est fourni en annexe 1 à ce chapitre).

Cette tentative est couronnée de succès en ce qui concerne les obligations (les différences restant pour les années avant 1914 résultent de la mise en place de la statistique de la SGF). Malheureusement, elle n'a donné que des résultats assez médiocres pour les actions, et un écart important subsiste entre les deux évaluations, malgré un rapprochement substantiel²⁷. Cet écart empêche même de dire si l'entre-deux-guerres connaît par rapport à l'immédiat avant-guerre une augmentation ou non des émissions d'actions, dès lors qu'on les mesure en part des investissements des entreprises (graphique 1.2). Le seul résultat clair est la très forte irrégularité des émissions dans le temps.

Graphique 1.2 : anciennes statistiques d'émissions corrigées



Légende : statistiques d'émissions totales d'actions de la SGF et du Crédit lyonnais corrigées (selon la méthode fournie en annexe 1), rapportées aux investissements de l'ensemble des entreprises françaises (P. Villa, 1993), en pourcentage.

I. B. 2. Les émissions des sociétés cotées

L'échec de cette tentative nous fait penser que les deux statistiques ne mesurent pas la même chose. Une remarque de Ulmer (1929) à propos des données du Crédit lyonnais va en ce sens, puisqu'elle suggère que le service des études du Crédit lyonnais disposait d'informations sur d'autres émissions que celles qui sont annoncées au *Bulletin des annonces légales et obligatoires* (BALO), c'est-à-dire sur des émissions privées au sens juridique du terme, et donc par définition écartées par la SGF. En principe, ces émissions se définissent par le fait qu'elles sont placées par contact personnel auprès de personnes connues à l'avance, ce qui ne donne pas de possibilité de souscrire à des inconnus des fondateurs²⁸. L'existence d'émissions privées mais

²⁷ Ce résultat serait naturellement pire si on suivait F. Marnata et considérait que les émissions du Crédit lyonnais sont entièrement en numéraire.

²⁸ De telles émissions sont soit souscrites par des sociétés (ce qui multiplie les risques de double emploi dans les statistiques d'émissions), soit par de gros actionnaires. Leur présence incite même un futur président du Crédit lyonnais à préférer la série de la SGF à celle de sa

suffisamment publiques pour que le Crédit lyonnais s'y soit intéressé (et l'on peut penser légitimement que cette banque ne le faisait pas par simple curiosité scientifique), impose de repenser la définition des "émissions réalisées sur le marché".

Il semble en effet que ces ambiguïtés relèvent d'une réflexion insuffisante sur la nature du marché financier et l'utilité qu'en attendent les émetteurs.

Le marché financier n'est pas homogène. Il existe un continuum entre la société constituée par quelques amis qui apportent chacun une part du capital, la société dont les gérants sont soutenus par des commanditaires proches (parents ou relations), la société plaçant auprès d'une banque d'affaire une augmentation de capital que celle-ci rétrocède auprès de quelques gros capitalistes, la société recourant aux services d'une banque pour placer une émission sur le marché, et enfin la grande entreprise réalisant une augmentation de capital en Bourse par détachement d'un droit de souscription attaché à chaque action et lui-même négociable. Toutes ces opérations sont effectuées en un sens sur le marché financier, ce qui ne les empêche pas d'être extrêmement différentes. Toute la difficulté consiste à décider de celles qui doivent être mesurées ensemble²⁹.

Les statistiques du Crédit lyonnais sont plutôt extensives : elles incluent un grand nombre d'émissions sur lesquelles le Crédit lyonnais bénéficiait d'informations du fait de son activité même si elles n'étaient pas officiellement publiques (la définition juridique des émissions publiques ne date d'ailleurs que de 1907, soit 15 ans après le début de la recension du Crédit lyonnais). Les séries de la SGF recensent en revanche les émissions publiques au sens juridique du terme, c'est-à-dire celles qui sont annoncées dans le *BALO*, la création de l'obligation de publication lui fournissant d'ailleurs sa source d'information.

Rien ne permet d'assurer que la définition juridique de l'émission publique soit satisfaisante. En effet (la statistique du Crédit lyonnais en témoigne), nombre d'émissions étaient placées par des banques dans leur clientèle sans annonce publique. Malheureusement, si le Crédit lyonnais, principale banque de la place, participait certainement à un grand nombre d'opérations de ce type, il ne pouvait connaître les innombrables placements réalisés localement par les banques de province ou les banques d'affaires

banque (Moreau-Néret, 1939, II, p. 314) ; cet auteur partage en outre l'avis d'Ulmer en ce qui concerne la présence d'actions d'apports (*cf. supra*).

²⁹ On pourrait aggraver la difficulté en ajoutant que la distinction entre crédit et titres n'est pas toujours nette. Ceci est particulièrement net dans tous les cas où les titres ne sont pas entièrement et aisément négociables.

quand elles ne l'y intéressaient pas. À l'inverse, des émissions pouvaient être publiées par souci de simple publicité (de propagande, disait-on à une époque où les deux notions étaient encore bien distinguées), sans que le public ait accès à leur souscription.

Il est pourtant possible d'établir une césure pertinente et assez nette dans ce continuum qu'est le marché financier. Le Crédit lyonnais tend à voir un marché partout où il y a une cession de titres (voire une simple création dans le cas des actions d'apport). En réalité, la notion de marché implique une liquidité permanente, la possibilité d'évaluer et de céder à tout moment un actif, l'existence d'échanges suffisamment réguliers³⁰. Cette notion n'est pas seulement théorique : elle rejoint l'expérience permanente des intermédiaires financiers selon laquelle la liquidité est la préoccupation principale des acheteurs de titres. Bien plus, la liquidité est si importante pour des actifs dont la valeur est sujette à de fortes fluctuations en fonction des anticipations qu'elle détermine largement leur prix.

Il est évidemment difficile de savoir pour quels titres un marché actif existe entre les banques, les coulissiers, et les divers intermédiaires constituant la place de Paris ou les autres places financières françaises. Il semble néanmoins qu'il faille exclure tous les titres non cotés de ceux pour lesquels une liquidité suffisante existe³¹. Les titres non cotés sont en effet détenus en général à fin d'investissement réel ou au moins de placement de très long terme, et ne peuvent être échangés que difficilement et avec une forte perte³². Comme l'écrit encore en 1942 le banquier P. Cauboué, "le public ne veut que des titres cotés" (1942, p. 282).

Considérer les titres cotés au parquet semble être le moyen de donner le plus d'homogénéité à la définition que nous recherchons, du moins au cours de notre période : la définition stricte de la liste des titres cotés, la clarté et la stabilité des méthodes de cotation, les garanties fournies sur la bonne fin des transactions et l'obligation faite à tous les intervenants de porter sur le marché toutes les opérations sur les titres cotés, donnent des garanties satisfaisantes de

³⁰ On peut rappeler que pour beaucoup de spécialistes de théorie financière, un actif n'a de valeur que dans la mesure et aux moments où son prix est déterminé sur un marché.

³¹ G. Ripert remarque ainsi : "On a essayé ces derniers temps d'imposer une surveillance particulièrement active [aux sociétés] «qui font appel au public», mais le sens de cette expression reste indéfini"; il considère comme nous qu'au point de vue économique seule "la cotation est un élément certain" (1951, §27 et 48).

³² Pour les États-Unis autour de 1880-90, Navin & Sears (1955, p. 108) citent comme prix normal d'une action non cotée, trois fois les bénéfices par action, contre sept à dix fois pour une action cotée de textile ou de chemin de fer. Ils expliquent entièrement la différence par la difficulté de trouver un acheteur en l'absence de marché organisé.

liquidité et rendent ce marché accessible à un public assez large (*cf.* chapitre 6). Il ne semble pas qu'un biais significatif puisse résulter du fait que les officiers ministériels que sont les agents de change n'ôtent peut-être pas aussi vite de la cote que de purs commerçants les valeurs qui ne donnent plus lieu à suffisamment de transactions³³. On verra en effet qu'à l'exception du début des années 1890, une liquidité satisfaisante fut assurée durant notre période à tous les titres cotés sur ce marché (*cf.* chapitre 5).

On pourrait certes trouver souhaitable d'ajouter les sociétés cotées sur les marchés de province et en coulisse (au moins sur la coulisse "officielle" constituée par les banquiers syndiqués). Nous ne l'avons pas fait, à la fois parce que nous pensons que la ligne de partage la plus nette isolait le marché officiel, et en raison des difficultés qu'entraînerait la constitution de telles données³⁴. Le renouvellement très important de la coulisse imposerait une mesure beaucoup plus fréquente de la capitalisation boursière et rendrait en outre difficilement applicables nombre des méthodes d'analyse utilisées dans les prochains chapitres. Étant donné la très forte domination du marché officiel au sein des différentes cotes (*cf. infra*), il semble que si l'on perd ainsi en exhaustivité, on ne risque pas de biaiser sensiblement les résultats.

II. NOS DONNÉES SUR LES SOCIÉTÉS COTÉES AU PARQUET

Conformément aux besoins justifiés ci-dessus, nous avons donc construit des données nouvelles pour l'ensemble des sociétés françaises dont l'activité est

³³ À la différence du marché londonien qui est une association libre d'intermédiaires, le marché français est organisé par l'État qui donne (en droit) le monopole des transactions à la Compagnie des agents de change en contrepartie d'un certain nombre d'obligations. En particulier, les titres publics sont cotés de droit, les courtages ont fixés par l'État, et les agents de change n'ont pas le droit de se porter contreparties sur les titres qu'ils cotent. Ces contraintes amènent certains à soupçonner les agents de change d'être davantage des fonctionnaires que des commerçants. Leurs gains dépendent cependant directement de l'activité du marché, qu'il est de leur intérêt de stimuler.

³⁴ En ce qui concerne la coulisse, la notion de titres cotés n'a pas de sens défini avant 1898. À partir de cette date, un *Annuaire des valeurs cotées au marché en banque* est publié à peu près régulièrement (en 1899, puis 1901, 1902, 1904, 1907, 1909, 1911 et 1913), mais il ne donne pas de date d'introduction, ce qui imposerait un recours systématique aux cotes quotidiennes. Les annuaires publiés auparavant (*cf. supra*) fournissent certains renseignements, mais presque toujours nettement moins complets que ceux que fournissent les *Annuaire*s de la cote officielle, du fait des réticences des sociétés à fournir l'information demandée. Un travail considérable de compilation devrait donc être réalisé si on considère en outre l'absence de continuité de publication de la plupart de ces ouvrages.

localisée en France³⁵ et dont les titres ont été cotés à la Bourse de Paris au marché officiel entre 1891 et 1937. Plus précisément, nous nous sommes restreints aux sociétés dont les actions sont cotées (que nous nommerons désormais sociétés cotées), seules pour lesquelles il était possible de disposer à la fois de la capitalisation boursière et du montant effectif des augmentations de capital, deux informations sans lesquelles une vision satisfaisante du financement est impossible. Cette restriction est faible, car l'admission à la cote d'obligations de sociétés non cotées est presque impossible avant 1914, et limitée après cette date du fait de l'hostilité des agents de change.

II. A. Les indications relevées

Au delà des seules émissions, nous avons cherché à collecter systématiquement pour ces sociétés un certain nombre de données homogènes³⁶. Ces données peuvent être classées en quatre groupes.

1. Les ressources financières externes à long terme des entreprises. Nous avons collecté dans ce but l'ensemble des émissions d'actions et d'obligations des sociétés cotées grâce aux *Annuaire*s de la cote officielle publiés par la Chambre syndicale des agents de change³⁷.

³⁵ L'exclusion des sociétés coloniales implique, comme tout autre, un certain arbitraire, en particulier pour ce qui est des sociétés de commerce entre la France et l'étranger. En général, notre conception des sociétés françaises a été plutôt restrictive. Il convient de noter que la distinction juridique entre sociétés françaises et étrangères ne signifie rien ni sur leur lieu d'exploitation, ni sur la détention de leur capital, ni même sur leurs fondateurs. R. Girault (1973) et H. Nakayama (1982) donnent un certain nombre d'exemples éclairants en ce domaine à propos des sociétés exploitant en Russie. La réciproque (sociétés étrangères exploitant en France) semble en revanche absente : les filiales de sociétés étrangères sont des sociétés de droit français qui peuvent faire partie de notre échantillon. C'est le cas de Dunlop, Westinghouse ou Ford.

³⁶ Les données ainsi relevées sont disponibles sur disquette Macintosh sous format Excel auprès de l'auteur.

³⁷ Aucune collection complète des *Annuaire*s de la cote officielle n'existe à notre connaissance dans les bibliothèques publiques françaises, pas plus qu'à la Société des Bourses françaises ou chez les institutions financières ou les agents de change que nous avons consultés, de sorte que nos données sont extraites des *Annuaire*s suivants, qui ont été compulsés systématiquement : 1892, 1894, 1896, 1899, 1902, 1905, 1907, 1909, 1911, 1914, 1918-21, 1925, 1929, 1932-33, 1934-35, 1936-37. Nous avons cherché à compléter ces indications par celles des *Annuaire*s *Desfossés* (dont les collections sont également incomplètes, et qui ne contiennent pas d'information sur les sociétés cotées avant 1912), en utilisant en particulier les années : 1912, 1917, 1921, 1925, 1929, 1931, 1934. Pour la collecte de données sur les émissions d'actions, nous avons procédé de la manière suivante : toutes les opérations depuis la fondation de toutes les sociétés cotées ont été notées dans l'*Annuaire* 1937 (état de la cote à la fin de 1936), de sorte qu'il suffisait ensuite d'ajouter les sociétés alors disparues en remontant dans le temps, ce qui évitait une lecture systématique des 45 volumes concernés (qui passent progressivement de 800 à 2500

2. Autres opérations financières touchant le capital des sociétés cotées. Sont relevés annuellement les réductions de capital, les rachats d'actions sur le marché, les remboursements de capital (dans la mesure où ils sont ponctuels et non statutaires et annuels comme c'est le cas généralement des sociétés concessionnaires de services publics) et les émissions d'actions gratuites. Les émissions d'actions pour apports sont également distinguées, ce qui permet de donner des indications sur les formes de concentration propres aux différents secteurs.

3. La troisième catégorie de données recensées est le cours des actions, destiné à mesurer la valeur des entreprises à partir de leur capitalisation boursière. Ce cours n'est pas relevé annuellement, mais seulement à quelques dates : 1891, 1901, 1913, 1928, 1936. L'objectif visé n'est pas d'étudier la conjoncture boursière (pour laquelle les indices existants semblent suffisants malgré leurs lacunes), mais de mesurer l'évolution de la structure sectorielle de la cote et la croissance de la valeur des entreprises.

4. La quatrième catégorie de données recensées est plus hétéroclite et qualitative. Elle regroupe un ensemble de caractéristiques juridiques des titres émis et des sociétés cotées.

-nature juridique de la société (sociétés anonymes pour la plupart, sociétés en commandite par actions pour les autres, à l'exception des sociétés minières constituées en sociétés civiles jusque vers la fin du XIX^e siècle).

-nature des titres émis à côté des actions ordinaires : actions à droit de vote privilégié ; actions au porteur et nominatives ; actions distribuées gratuitement. Ces données sont notées lors de chaque émission.

- existence de parts de fondateur (et leurs caractéristiques) ; degré de libération et de remboursement des actions. Ces renseignements n'étant pas fournis chaque année pour l'ensemble des sociétés, nous avons tenté de les réunir pour les cinq dates susmentionnées.

- date de fondation et d'inscription à la cote des sociétés, et date de disparition éventuelle, que ce soit par faillite, liquidation, fusion ou rachat.

La fiabilité et la cohérence des données contenues dans les *Annuaire*s de la cote officielle nous ont entraîné à nous en contenter et à ne recourir à des

pages annuelles *in-4°*). Pour les obligations, les volumes disponibles ont été explorés systématiquement pour des raisons qui apparaîtront clairement ci-dessous.

sources complémentaires que quand la nécessité s'en faisait sentir, c'est-à-dire principalement en ce qui concerne les obligations. Leur fiabilité vient de l'absence d'intermédiaire entre la Compagnie des agents de change, qui a charge d'inscrire à la cote puis de coter les titres, et l'éditeur des *Annuaire*s (à la différence des *Annuaire*s *Chaix, Desfossés* ou autres qui peuvent par ailleurs contenir d'autres informations) ; de ce fait, l'ensemble des recoupements que nous avons effectués entre les informations données par les différentes éditions ne révèle que peu de contradictions (on remarque surtout quelques ambiguïtés sur les dates d'inscription à la cote, liées aux changements institutionnels qui touchent la Bourse à la fin du XIX^e siècle, cf. chapitre 6).

La mesure des émissions d'actions et d'obligations comme des capitalisations boursières rencontre certaines difficultés qui ont imposé le recours à quelques hypothèses, assez limitées dans le cas des actions, plus importantes dans celui des obligations. Le détail en est exposé ci-après.

II. B. Mesure des émissions d'actions et d'obligations

II. B. 1. Les émissions d'actions

Les *Annuaire*s fournissent toutes les émissions d'actions réalisées par une société depuis sa fondation dès lors que l'un de ses titres a été coté (actions, obligations, voire parts de fondateurs), même si certaines caractéristiques n'apparaissent pas pour quelques émissions. Ces dernières sont recensées en nominal et en prix effectif, ce qui permet de connaître les montants réellement collectés par les sociétés et les primes d'émission obtenues. Quand le prix d'émission n'est pas connu, on a supposé qu'il s'agissait du pair (le cas est rare après inscription à la cote). On a également systématiquement supposé que les primes d'émission étaient entièrement libérées dès l'émission, même si ce n'est pas toujours précisé (cela semble être la pratique normale de l'époque). Une difficulté plus importante vient de ce que le degré de libération lors de l'émission est loin d'être toujours connu, les actionnaires ayant souvent eu la liberté de libérer leurs titres en plusieurs versements, voire à leur gré (au delà d'un minimum imposé). La libération n'apparaît alors que dans la description annuelle du capital, souvent elliptique ou lacunaire. En cas d'incertitude, nous avons procédé de la manière suivante : quand la quasi-totalité d'une émission réalisée une année donnée donnait lieu, quelques années plus tard, à des actions libérées d'un pourcentage donné, nous avons supposé qu'elle n'avait

été à l'origine libérée que de ce pourcentage. Cette incertitude reste très rare, car peu de sociétés autorisaient plus que quelques mois de délais pour verser le capital (ce que nous avons alors négligé, n'ayant aucune information à ce sujet, et considérant ces éléments comme négligeables pour une étude de long terme comme la nôtre). On note que l'insistance exclusive des *Annuaire*s sur les montants nominaux et non sur la libération, et le peu de cas qu'ils font des primes, sont de bonnes indications de l'esprit juridique régnant : la solidité est appréciée par le capital nominal, qui montre l'engagement des souscripteurs, alors même que les difficultés pour imposer le versement du solde sont fréquentes dès qu'une société est en difficulté ou même que la conjoncture se détériore (cf. chapitre 5).

Toutes ces indications sont recensées par années³⁸. On peut considérer comme très complètes les données ainsi obtenues, car le nombre de cas où manquent des indications sur les modalités d'émission est limité : très rares pour les indications de date (presque toujours avant 1890), ils sont plus fréquents pour celles de prix, mais ils semblent alors correspondre presque toujours à des émissions au pair, ce que nous avons supposé dans les totalisations effectuées ; enfin il n'est parfois pas précisé (presque toujours avant 1890) si une émission est en numéraire, ce qui semble devoir alors être le cas. On peut estimer que les totalisations effectuées sont complètes à 1% près pour les actions.

II. B. 2. Les émissions d'obligations

La collecte des montants obtenus par émission d'obligations est plus difficile. En effet, le critère de l'inscription à la cote officielle est moins clair dans la mesure où certaines émissions peuvent n'y apparaître que provisoirement. La raison en est que les obligations sont souvent considérées par leurs détenteurs comme des placements définitifs qu'ils ne renégocieront pas avant leur terme. Ceci rend le marché de beaucoup d'obligations très limité quelques années après leur émission, et amène fréquemment leur exclusion de la cote (y compris parfois dans le cas d'émissions importantes) avant même que

³⁸ On notera que quand plusieurs émissions sont réalisées par une même société au cours de la même année, nous les avons regroupées comme une seule, sauf quand les prix d'émissions étaient différents. Toute totalisation du nombre d'émissions sera donc légèrement sous-évaluée. D'autre part, ces émissions n'étant datées dans les *Annuaire*s de la cote officielle que par l'Assemblée générale qui les autorise, et non par l'émission effective, nous avons pensé qu'un délai d'un mois était un minimum pour la réalisation des émissions publiques. Nous avons donc considéré les émissions autorisées en décembre comme effectuées l'année suivante.

les remboursements n'aient réduit fortement les montants en circulation³⁹. Cette frontière fluctuante entre obligations négociables et non négociables aurait rendu incertain un travail de collecte exclusivement limité aux *Annuaire*s de la cote officielle, d'autant plus que ceux-ci ne sont pas tous disponibles⁴⁰.

Nous avons donc cherché à réunir toutes les informations possibles sur les émissions obligataires des sociétés cotées, que les obligations soient ou non cotées elles-mêmes. Grâce aux données contenues dans les *Annuaire*s *Desfossés*⁴¹ (dont nous avons consulté systématiquement les années 1914, 1925, 1929, 1934) et dans les *Almanachs Financiers* (qui fournissent annuellement un résumé des cours des titres cotés que nous avons dépouillé systématiquement, y compris les sections consacrées à la coulisse), nous sommes parvenu à compléter fortement les données des *Annuaire*s de la cote officielle⁴². Cependant, malgré tous nos efforts, il est clair que certaines émissions peu diffusées dans le public nous ont échappé, en particulier quand elles ont été remboursées très rapidement (comme ce fut le cas fréquemment pour les émissions à taux élevés des années 1925-27). Les contradictions entre les différentes sources nous ont aussi parfois imposé des choix, tandis que leurs insuffisances (particulièrement avant 1914) ont justifié quelques estimations, dont les principes sont indiqués ci-dessous.

La possibilité d'effectuer des remboursements anticipés complique encore la constitution de statistiques sur les émissions d'obligations. En effet, dans les périodes de baisse des taux d'intérêt, les sociétés peuvent rembourser par anticipation au pair les obligations qu'elles ont émises auparavant à des taux élevés (et qui atteignent par conséquent des cours supérieurs au pair), au besoin en émettant d'autres obligations à des taux inférieurs. Dans la mesure

³⁹ Ainsi, une obligation peut passer au marché en banque après avoir été non cotée, puis passer à la cote officielle pour revenir en banque et disparaître finalement de toute cote avant même d'être entièrement amortie !

⁴⁰ L'absence de certains volumes dans la collection des *Annuaire*s ne porte guère à conséquence pour les actions, qui, sauf faillite très rapide après la cotation, apparaissent dans les volumes suivants. Cette hypothèse semble trop lourde pour les obligations malgré les précautions prises.

⁴¹ Ceux-ci fournissent nombre de bilans, où des dettes obligataires apparaissent parfois alors même qu'aucune émission n'est cotée (en général ces dettes sont de faibles montants absolus, mais pas toujours relativement à la taille de la société). Malheureusement, il est difficile d'en déduire les émissions. En outre, on peut s'attendre à ce que les entreprises qui refusent de communiquer leurs comptes (elles sont nombreuses jusque dans les années 1920) soient endettées sans vouloir que cela apparaisse. Dans certains cas cependant, les *Annuaire*s *Desfossés* fournissent des indications directes sur les émissions.

⁴² La comparaison de ces sources est rendue difficile par le fait que la cotation se fait pour chaque émission et non par société, et peut avoir lieu nettement après l'émission (par exemple si un gros porteur veut se débarrasser d'un paquet de titres). L'*Almanach Financier* permet de confirmer la fréquence de radiation des obligations des entreprises moyennes.

où ces opérations ne font que convertir le taux que porte une dette, il faut éviter de les compter comme apports d'argent frais à la société. La fréquence de ces opérations principalement entre 1890 et 1902 puis entre 1929 et 1933 nous a amené à chercher systématiquement quelles émissions avaient été remboursées. Cette information est fournie dans les *Almanachs Financiers*, quoique de manière incomplète, et occasionnellement dans les *Annuaire Desfossés*.

Nous avons retenu un total de 1480 émissions d'obligations⁴³, dont 1385 pour les années postérieures à 1890 (incluse), le solde étant constitué d'émissions antérieures dont seul le remboursement anticipé, effectué durant notre période, nous intéresse. Pour les montants des émissions, le recours à des estimations n'a été nécessaire que dans 53 cas (soit 3,8% du total des émissions) portant sur un montant total de 729 millions (soit 2,2% du montant total des émissions). Les hypothèses utilisées lors de ces estimations sont fournies ci-dessous. On peut considérer globalement comme très sûrs les montants des émissions.

En revanche, les montants des remboursements anticipés ne sont jamais fournis, de sorte que des calculs sont nécessaires. Ceux-ci sont aisés et raisonnablement sûrs dans deux cas : quand on sait combien d'obligations nouvellement émises ont servi à rembourser un emprunt antérieur (ce qui est assez fréquent) ; et quand on connaît à la fois les prix d'émission et de remboursement théorique des titres, leurs taux et la date de remboursement ; en effet, intérêts et amortissements des emprunts étaient toujours payés par annualités égales.

Les seules incertitudes relèvent alors :

- des délais de grâce avant le début des paiements : on les a supposés uniformément fixés à 5 ans, ce qui semble avoir été la pratique la plus répandue, sauf pour les émissions de bons à moins de 15 ans pour lesquels aucun délai n'existe entre l'émission et le début des amortissements ;

- des imprécisions dans les dates d'émission et de remboursement (de l'ordre d'un an, elles ne peuvent pas entraîner de très fortes erreurs étant donné le terme très long de la plupart des émissions).

⁴³ Nous n'avons pas compté dans les émissions celles réalisées en 1930 et 1932 par la Ville de Paris auprès de la Caisse des dépôts pour le compte de la Compagnie parisienne d'électricité, bien qu'elles aient largement servi au remboursement des emprunts antérieurs de cette société. En revanche, nous avons compté comme émission de cette société celle que la ville de Paris a réalisée dans le public pour son compte.

En revanche, certaines des caractéristiques des émissions manquent pour d'autres remboursements, ce qui a amené à réaliser des estimations dont la marge d'incertitude est plus grande. Celles-ci ont porté sur 91 remboursements (dont 1 en monnaie étrangère) sur un total de 401 remboursements connus. Ces remboursements estimés représentent 1062 millions sur un total de 6592 millions remboursés. Sur 91 remboursements estimés, 23 appartiennent au secteur de la distribution d'électricité, pour un montant de 312 millions (sur un total de 104 remboursements pour 1975 millions dans ce secteur), 16 pour 387 millions aux sociétés sidérurgiques (sur 73 remboursements pour 1428 millions), 11 pour 51 millions (sur 37 et 511 millions) au secteur du gaz.

Les principes retenus pour ces estimations sont les suivants. On a supposé qu'il y avait eu remboursement anticipé quand simultanément :

- une émission disparaît de toute nos sources (c'est-à-dire au minimum cesse d'être cotée, et cesse également d'apparaître dans les bilans des *Annuaire Desfossés* quand elle y était visible) ;

- une autre émission apparaît à un taux nettement inférieur, à la date où la première disparaît (ceci entraîne certainement une sous-évaluation des remboursements, puisqu'il arrive que des remboursements soient effectués sans recours à des émissions nouvelles).

Le montant du remboursement est alors estimé :

- si la durée de l'émission remboursée est inconnue, en la supposant égale à la moyenne des durées des émissions réalisées durant la même période, soit 50 ans avant 1890, 40 ans entre 1890 et 1899 (inclus), 35 entre 1900 et 1914 (inclus), 25 entre 1915 et 1927 (inclus), et 30 à partir de 1928 ⁴⁴;

- si le prix d'émission est inconnu, en le supposant égal au prix pour lequel le taux d'émission est égal au taux moyen payé la même année par les sociétés pour lesquelles cette donnée est connue (sauf dans le cas où le taux nominal est supérieur à ce taux, auquel cas il est retenu à sa place⁴⁵);

- enfin, il a fallu (dans peu de cas) estimer le montant du remboursement (dont l'existence était avérée sans que les caractéristiques de l'émission concernée fussent connues) à partir de la valeur des émissions réalisées en vue du remboursement. On a alors supposé que le remboursement était dans la

⁴⁴ L'année 1927 est bien la date de retournement à partir de laquelle, avec la stabilisation du franc, on recommence à allonger les termes de prêts. En revanche, la durée moyenne diminue presque régulièrement avant 1914 et jusqu'à 1927, de sorte que les moyennes que nous avons calculées ne correspondent à aucune rupture réelle dans les données.

⁴⁵ On a également utilisé le taux facial pour les émissions antérieures à 1880 pour lesquelles le prix d'émission manquait, car la moyenne des émissions de notre base de données reposait dans ce cas sur trop peu de données pour être fiable.

même proportion par rapport au montant émis que dans les autres entreprises ayant réalisé la même double opération la même année⁴⁶.

Nous avons considéré les échanges non imposés aux obligataires comme l'équivalent d'un remboursement suivi d'une émission de même montant (il s'agit naturellement du montant restant à rembourser). En revanche, les échanges obligatoires liés à la restructuration d'une société ne sont comptés ni comme remboursements ni comme émissions. Ils sont au nombre de 17 sur notre panel (dont 4 entre 1901 et 1906 et 11 après 1930) ; le montant nominal des obligations émises dans le cadre de ces restructurations de dette atteint 531 millions de francs (dont 36 millions entre 1901 et 1906, et presque tout le reste dans les années 1930).

II. C. Mesure des capitalisations boursières

Notre étude se voulant économique plus que financière, et cherchant à se placer du point de vue des entreprises plus que des épargnants, nous avons tenté non seulement de calculer la valeur des titres cotés, mais aussi d'évaluer celle des entreprises. Selon la théorie financière, la meilleure estimation réalisable de la valeur d'une société est le fait du marché qui propose à tout moment une évaluation de l'ensemble des créances sur la société intégrant toute l'information publique. La valeur de la société est alors égale à la capitalisation de ses actions à laquelle s'ajoute celle de ses obligations, puisque cette dernière représente le montant que devrait payer toute personne voulant posséder pleinement l'entreprise et bénéficier de l'ensemble de ses profits⁴⁷.

L'existence de titres non cotés, qui peuvent être aussi bien des actions (ordinaires ou plus souvent dotées de caractéristiques particulières), des obligations ou des parts de fondateurs, empêche cependant de s'en tenir aux capitalisations boursières au sens strict. Nous avons cherché à estimer leur à partir de celle des titres cotés, et nous y avons ajouté la valeur de la gérance dans les sociétés en commandite, et celle du droit aux bénéfices de l'État dans

⁴⁶ Les cas dans lesquels le montant de l'émission ou du remboursement a dû être estimé (selon les méthodes indiquées ci-dessus) sont indiqués séparément et individuellement dans la base de données, accompagnés dans les cas les plus importants de commentaires sur les incertitudes existantes.

⁴⁷ On pourrait considérer comme nécessaire d'ajouter à ces montants la valeur de la dette bancaire et de toute autre dette éventuelle. Nous faisons ici l'hypothèse que la dette à court terme correspond à des actifs également à court terme, ce qui nous permet de la négliger. Nous revenons plus en détail sur ce point au chapitre 2.

les rares sociétés détenant des monopoles publics où une telle rémunération est prévue par les statuts⁴⁸.

On rappelle que du fait de l'importance du travail de collecte de données et de la visée plus structurelle que conjoncturelle de notre étude, nous n'avons estimé les montants des capitalisations boursières qu'à un petit nombre de dates, choisies en fonction de la conjoncture et de la disponibilité des sources : 1891, 1901, 1913, 1928 et 1936.

II. C. 1. La capitalisation boursière des actions

La capitalisation boursière est égale au nombre de titres multiplié par le prix de chacun d'eux. Lorsque des difficultés se présentaient ou pour évaluer les titres non cotés, nous nous sommes appuyé sur les hypothèses suivantes :

- En premier lieu, nous avons supposé qu'à définition identique les titres non cotés avaient la même valeur que les cotés.

- Dans certains cas, le degré de libération des actions n'était pas précisé (par exemple si la libération était laissée au gré des actionnaires, ou dans le cas des titres non cotés). On a alors supposé que le degré de libération était soit le minimum obligatoire, soit le même que pour les autres actions quand elles étaient identiques quoique cotées, ou que la libération était complète pour les actions de type particulier. Cette incertitude reste exceptionnelle et ne concerne que de faibles montants.

- Quelques hypothèses concernent les cours utilisés : nous avons normalement utilisé les cours moyens annuels fournis par les *Annuaire*s de la cote officielle. Ces cours sont disponibles dans la très grande majorité des cas pour les années considérées ; pour les banques et les assurances, seuls les maxima et minima annuels étant fournis, nous les avons relevés et effectué leur moyenne arithmétique. Pour certains titres cotés, aucun cours n'est fourni dans les *Annuaire*s. Nous avons alors cherché des cours dans les *Cours quotidiens*, de sorte que les capitalisations sont calculées à partir d'un petit nombre de cours⁴⁹.

⁴⁸ En revanche, nous n'avons pas considéré comme revenu du capital mais comme rémunération d'un service rendu à la société la part des bénéfices distribuée au conseil d'administration (comme dans certains cas aux directeurs, aux employés, ou à des fonds de réserves divers).

⁴⁹ Dans les quelques cas où il a été impossible de trouver un cours dans l'année, le calcul a été fait à partir du cours moyen de l'année antérieure. En l'absence de tout cours pour ces deux années, nous avons réalisé une estimation de la valeur de ces actions par leurs dividendes, en supposant que la valeur était égale à vingt fois le dividende. Quand le dividende était nul, on a considéré 10% du capital nominal comme valeur résiduelle (sauf dans les cas où le dividende étant nul depuis de nombreuses années, on a considéré la valeur comme nulle). Enfin, quand le dividende n'était pas fourni, on a pris comme estimation le capital nominal libéré.

Ces problèmes d'estimation des capitalisations sont fréquents seulement en 1891 (et largement cantonnés dans les assurances, les canaux et les chemins de fer). Devenus rares en 1901 et 1913 (assurances, chemins de fer et transports), ils ont pratiquement disparu en 1928, et ne font qu'une réapparition limitée en 1936. Leur importance est liée directement à la liquidité du marché, mais aussi à ses aspects institutionnels : les absences de 1901 et 1913 proviennent largement de l'apparition d'une "deuxième partie" de la cote où les titres n'apparaissaient que lorsqu'ils donnaient réellement lieu à cotation.

- Les hypothèses les plus importantes concernent l'estimation des actions de jouissance, des parts de fondateurs et des actions partiellement libérées ou remboursées. On s'est appuyé sur la séparation, importante à l'époque aux yeux de tous les observateurs (*cf.* chapitre 5), entre dividende normal (ou intérêt du capital) et superdividende (*i.e.* part des profits de l'entreprise elle-même, prix du risque). Les détenteurs de parts de fondateurs et d'actions de jouissance n'ont droit qu'au second. Les actions partiellement libérées ou remboursées ont droit au dividende normal à hauteur de leur montant versé et non remboursé, et au superdividende. Elles peuvent donc être considérées comme des combinaisons linéaires d'actions de jouissance et d'actions de capital ordinaires, ce qui nous a permis d'estimer leur valeur⁵⁰.

Cette hypothèse est restrictive pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le niveau de l'intérêt du capital est fixé définitivement par les statuts, et ne correspond donc pas au rendement sans risque du marché, naturellement variable. Le taux de 5%, le plus fréquent, correspond cependant assez bien à ce qu'exigeaient, comme revenu minimum, mais incluant le risque de faillite, les actionnaires du XIX^e siècle⁵¹. Nos estimations surestiment donc la part de la

⁵⁰ Plus précisément, on a considéré que la valeur d'une action de capital ordinaire était égale à la somme de la valeur du droit au dividende ordinaire et de celle du droit au superdividende. On a supposé que la valeur du droit au dividende ordinaire est toujours égale au nominal de l'action (libérée). Dès lors la valeur d'une action de jouissance (dont le capital a été entièrement remboursé) est égale à celle d'une action de capital diminuée du nominal. De même, la valeur de l'ensemble des parts, qui ont droit en général à se partager une proportion donnée des bénéfices après distribution du premier dividende, est calculable à partir de celle des droits aux superdividendes de l'ensemble des actions. Cette dernière est égale à la capitalisation boursière des actions diminuée du capital nominal libéré et non remboursé.

De même, on a estimé la valeur des actions partiellement libérées par le prix des actions libérées diminué de la somme restant à libérer. Quand le cours était inférieur au nominal pour les actions libérées (ce qui signifiait selon nos hypothèses qu'elles n'allaient pas recevoir de superdividende), on a attribué aux actions partiellement libérées la même valeur qu'aux libérées, pondérée par le taux de libération.

⁵¹ Dans un certain nombre de cas, presque toujours dans des secteurs risqués, le taux du premier dividende est de 6, voire 7% ; dans des secteurs peu risqués, il descend parfois jusqu'à 4%. Cela montre qu'un effort est fait pour adapter ce taux aux différences de risques de faillite selon les activités.

valeur des actions qui tient au premier dividende en période de taux d'intérêt faibles, ce qui conduit à sous-estimer celle du dividende supplémentaire, donc celle des parts de fondateurs, actions de jouissance et actions partiellement libérées ou remboursées. L'inverse est vrai dans les périodes de taux élevés.

D'autre part, notre hypothèse ne tient pas compte des autres caractères déterminant la valeur des titres, que ce soit, surtout, le droit au contrôle que détiennent les actions et non les parts de fondateurs, ou la différence non négligeable que peut constituer pour les actions partiellement libérées le risque de voir appelé le reste du nominal. Dans ce dernier cas comme dans celui des actions partiellement remboursées ou des parts de fondateurs, notre estimation est nécessairement imparfaite dès lors qu'il est impossible de mesurer la valeur de l'effet de levier supérieur que comporte la rémunération de ces titres (qui par rapport aux actions ordinaires ne reçoivent rien ou peu en cas de difficultés, et beaucoup en cas de gros profits).

Il nous a malgré tout semblé utile de procéder à cette estimation (qui sera nécessaire ci-dessous), et l'ordre de grandeur de l'erreur possible ne nous a pas semblé important en moyenne : on a comparé pour quelques sociétés de secteurs divers (transports, chimie et divers) les valeurs estimées selon cette méthode et les cours réellement constatés sur le marché. Il en ressort que cette méthode semble très généralement satisfaisante⁵², l'écart étant presque toujours inférieur à 20%.

II. C. 2. La capitalisation des obligations

Le calcul de la capitalisation des obligations s'est également heurté à quelques difficultés du fait que nous souhaitons estimer la valeur totale des sociétés et non la seule capitalisation des titres cotés. En effet, certaines émissions sont incluses dans notre panel sans avoir été cotées, tandis que bon nombre des émissions cotées ne l'ont pas été continuellement. En conséquence, nous ne disposons pour certaines des dates choisies ni du prix, ni du nombre de titres encore en circulation de certaines valeurs. Nous avons donc dû recourir à des estimations selon des principes similaires à ceux utilisés ci-dessus pour les remboursements. Ainsi, pour 171 émissions, nous manquions des prix pour toutes les dates, et pour 171 autres pour une seule date.

Quand c'était possible, nous avons approché la valeur d'une série d'obligations par celles d'autres séries de titres de la même société. Dans

⁵² Satisfaisante pour estimer la valeur totale des entreprises, cette méthode ne le serait cependant peut-être pas pour comparer les revenus des différentes catégories de capitalistes.

d'autres cas, nous avons dû recourir aux taux du marché pour évaluer la valeur du titre, en supposant que la dépréciation correspondant à la prime de risque était constante dans le temps pour une même société. On a ainsi surestimé la valeur des obligations de certaines sociétés en difficulté, mais il n'a pas été possible de trouver une méthode plus satisfaisante. En ce qui concerne le nombre de titres en circulation, nous avons adopté les mêmes hypothèses sur l'amortissement que ci-dessus.

Enfin, les obligations émises en devises sont incluses dans l'évaluation de la capitalisation, en tenant compte de variations du cours des devises. La comparaison entre les résultats de cette méthode et ceux que donnent les chiffres exacts quand ils sont connus confirme sa robustesse dans tous les cas où aucun rachat en Bourse avant l'échéance n'avait lieu. Malheureusement, le rachat semble avoir été assez fréquent quand les taux baissaient et que l'amortissement anticipé complet n'était pas réalisé, par exemple si les termes de l'émission l'interdisaient ; et le rachat d'une partie de sa dette n'est généralement pas publié par une entreprise.

III. PREMIERS RÉSULTATS

Même restreintes au parquet parisien, nos données permettent de renouveler la vision du marché financier. Elles mettent en particulier en lumière l'accroissement de sa place dans l'économie entre 1891 et 1929.

III. A. La capitalisation boursière

III. A. 1. Élargissement du marché

La capitalisation boursière, même corrigée pour approcher la valeur totale des sociétés, n'est pas spontanément un indicateur économique intéressant, mais plutôt un indicateur financier. En effet, comme le stock de capital qu'elle représente, elle dépend immédiatement du rendement du capital exigé par les épargnants, et seulement indirectement de la valeur ajoutée que les entreprises concernées produisent. Il n'y a donc pas grand sens à comparer sans précautions la capitalisation boursière à des flux de production ou de revenu.

Pour approcher l'évolution du rôle économique du marché boursier, il convient cependant de comparer son importance à celle du PIB. Si on suppose

que la part du profit dans la valeur ajoutée est stable pour les entreprises cotées, la réalisation par une entreprise d'un flux de profit brut donné sera évaluée par le marché à un prix très différent selon l'importance des prélèvements fiscaux sur ce profit et selon le niveau des taux d'intérêt⁵³. À contribution économique inchangée, une société voit donc son évaluation par le marché baisser si la fiscalité ou les taux d'intérêt augmentent, et dans la même proportion⁵⁴.

Une correction fruste de ces biais conduit à une réévaluation considérable du poids du marché financier dans l'entre-deux-guerres⁵⁵. Alors qu'en considérant la capitalisation non corrigée, le poids maximal du marché financier est atteint en 1913, notre correction montre qu'il est très supérieur en 1928 et même en 1936⁵⁶ (tableau 1.2).

⁵³ Naturellement, le taux d'intérêt est lui-même endogène, de sorte que l'on ne peut pas le prendre absolument comme point de référence (on pourrait en un sens dire la même chose du prélèvement fiscal). Nous cherchons simplement à approcher l'importance économique du marché boursier en rendant neutres ces considérations.

⁵⁴ Les taux d'intérêt à utiliser pour réaliser cette comparaison devraient être, pour les capitalisations des actions, leurs rendements anticipés (dividendes et gains en capital). Ceux-ci n'étant pas connus, on a pris deux indicateurs : d'abord le rendement par dividende des actions, dont l'inconvénient est qu'il minore les taux d'après guerre du fait que celle-ci voit un changement des parts relatives des dividendes et des gains en capital dans la rémunération des actions (*cf.* chapitre 5) ; ensuite le rendement des obligations privées. On peut juger que la réalité est entre les deux résultats obtenus.

⁵⁵ Les ratios que l'on calcule ainsi n'ont pas de mesure économique précise : en l'absence d'indications chiffrées sur les liens entre valeur ajoutée et profit, on ne peut pas évaluer la contribution des entreprises cotées au PIB. Ce que l'on calcule ne permet que des comparaisons dans le temps, d'ailleurs approximatives du fait de l'impossibilité d'introduire d'autres indicateurs dans le calcul.

⁵⁶ Les différences de mode de construction des deux séries de PIB utilisées conduisent en outre à sous-estimer la part de la capitalisation boursière en 1928 et 1936. En effet, la série de P. Villa utilisée pour 1928 et 1936 est construite sur une base 1913 fortement réévaluée (en particulier en ce qui concerne les services) par rapport à celle de M. Lévy-Leboyer que nous utilisons jusqu'à 1913.

Tableau 1.2 : poids des sociétés cotées dans l'économie

	1891	1901	1913	1928	1936
Capitalisation actions	5144	7621	13132	17898	10716
Capitalisation obligations	1020	1403	2109	1750	2205
Total	6164	9024	15241	19648	12921
Total/PIB	0,26	0,30	0,39	0,34	0,23
Capital. actions "équivalente 1913" 1	6133	9375	13679	34896	31955
Capital. actions "équivalente 1913" 2	5580	8008	13679	71072	50228
Capital. obligations "équivalente 1913"	1106	1474	2197	5906	9096
Total 1/PIB	0,30	0,35	0,41	0,70	0,74
Total 2/PIB	0,28	0,31	0,41	1,32	1,07
Pour mémoire					
Rendement des obligations	3,67	3,55	3,52	6,50	7,15
Rendement des actions	4,28	4,42	3,74	3,39	4,83
Revenu après impôt	0,96	0,96	0,96	0,46	0,43

Légende : les capitalisations sont mesurées en millions de francs 1913. Elles comprennent toutes les sociétés cotées hors chemins de fer et Crédit foncier, y compris une estimation des titres non cotés (les parts de fondateurs sont comptées avec les actions).

Les capitalisations "équivalentes à 1913" sont calculées selon la méthode indiquée dans le texte en prenant pour base les rendements et impositions de 1913 (1 : capitalisation des actions calculée avec le rendement des actions ; 2 : avec celui des obligations ; la capitalisation des obligations étant toujours calculée à partir du rendement des obligations). Le revenu après impôt est la part du bénéfice d'une société parvenant à l'actionnaire après paiement de l'impôt sur les bénéfices, de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières (IRVM) et de l'impôt sur le revenu (dont on utilise ici le taux marginal maximal). Les rendements des actions et des obligations sont bruts (avant le paiement de l'IRVM prélevé à la source). Le PIB utilisé est celui de M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon (1985) jusqu'à 1914, et celui de P. Villa (1993) après.

Quoi qu'il en soit, le niveau atteint à partir de 1900, supérieur à 30%, est très élevé si on considère qu'il ne concerne que les sociétés privées sans garantie publique⁵⁷. Ces chiffres sont cependant inférieurs à leurs équivalents en Grande-Bretagne, où en 1913 les sociétés privées autres que les chemins de fer représentent environ 20% de la capitalisation totale, soit de l'ordre de 55 milliards de francs de l'époque⁵⁸. Cela représente environ le montant du revenu national (qui atteint près de 2 milliards de livres selon P. Mathias, 1983). En revanche, dans les années 1920, la Bourse de Paris rattrape sous ce rapport celle de Londres, qui a beaucoup souffert de la guerre (R. Michie, 1990).

Cet accroissement du poids économique des sociétés cotées s'explique en partie par l'augmentation rapide de leur nombre qui a lieu en particulier dans les années 1890 et 1920 (tableau 1.3).

⁵⁷ Pour comparaison, en 1986, la capitalisation boursière des actions françaises cotées à la Bourse de Paris (y compris le second marché et les valeurs de la zone franc) atteint 1104 milliards, soit 22,4% du PIB, pour un nombre de sociétés similaire à celui de 1928.

⁵⁸ Les sociétés étrangères et coloniales sont cependant incluses dans ce total, dont elles représentent une part substantielle. Il convient de noter que la dette publique anglaise est alors faible, environ 11% de la capitalisation totale.

Tableau 1.3 : variation du nombre de sociétés cotées

	1891	1901	1913	1928	1936	1891-1936
nb de sociétés	182	287	336	602	608	
variation(%)		58%	17%	79%	1%	234%
taille moyenne	33,87	31,44	45,36	32,64	21,25	
variation (%)		-7%	44%	-28%	-35%	-37%

Légende : nombre de sociétés cotées, leur taille mesurée par leur valeur moyenne (capitalisation totale y compris titres non cotés, en millions de francs 1913), et variations de ces indicateurs (toutes sociétés hors chemins de fer et Crédit foncier).

La taille moyenne des sociétés cotées semble diminuer fortement durant les deux périodes de croissance rapide de leur nombre, ce qui pourrait résulter de l'admission de sociétés plus petites. Mais cette diminution résulte, surtout dans les années 1920, des problèmes de mesure de la capitalisation expliqués ci-dessus (et à court terme des variations des cours de Bourse). En réalité, la croissance du nombre de sociétés cotées est équilibrée, comme en témoigne la stabilité de la distribution par taille des sociétés cotées (tableau 1.4). Si la concentration s'accroît un peu dans les décennies de crise (années 1890 et 1930), ce n'est pas le cas dans les années 1920.

Tableau 1.4 : distribution par taille des sociétés cotées

	1891	1901	1913	1928	1936
coeff. de variation	2,37	2,30	2,12	1,88	1,93
1 ^{er} décile	0,30%	0,16%	0,28%	0,35%	0,22%
10 ^e décile	54,66%	55,13%	53,75%	53,23%	56,86%
Gini	0,68	0,69	0,67	0,67	0,71

Légende : taille mesurée par la capitalisation totale (y compris titres non cotés), des sociétés cotées hors chemins de fer et Crédit foncier.

Ainsi, alors qu'on considère en général que la Bourse, d'abord réservée aux très grandes entreprises, s'ouvre peu à peu à de plus petites, c'est une évolution très différente que nous constatons : la cote de 1891 compte déjà nombre de petites entreprises (50 ont alors une capitalisation totale inférieure à 5 millions), et la part de ces entreprises dans le total n'augmente pas substantiellement durant notre période. La véritable transformation qui affecte la cote n'est pas une ouverture à de plus petites sociétés, mais plutôt à des secteurs initialement peu ou pas représentés.

III. A. 2. Élargissement sectoriel

Bien que la forte croissance du marché financier ne provoque apparemment pas de déséquilibre, elle s'accompagne d'une transformation

sectorielle considérable. Cet élargissement apparaît d'abord dans la multiplication progressive des secteurs distingués dans le classement des sociétés proposé par la cote officielle elle-même, et repris dans les *Annuaire*s. Nous avons suivi pour l'essentiel ce classement, comme reflétant l'opinion sur ce sujet des boursiers de l'époque (pour plus de précision, cf. l'annexe 1.2). Plus précisément, notre période voit un nombre croissant de sociétés industrielles se joindre aux secteurs anciennement présents que sont la finance et les transports (tableaux 1.5, 1.6 et 1.7).

Avant qu'ils ne prennent une grande part dans la capitalisation boursière, c'est d'abord par le nombre de sociétés nouvellement inscrites à la cote que les secteurs dynamiques se distinguent. Banques, assurances et transports, qui dominent la cote en 1891 avec près de la moitié des sociétés inscrites, ne connaissent durant toute la période qu'un nombre limité de nouvelles admissions (sauf le développement des tramways jusqu'à 1914). À l'inverse, les secteurs industriels se développent fortement, en particulier ceux de biens de consommation et de biens d'investissement.

Cette transformation structurelle n'est pas continue. Ainsi, les années 1900 voient à la fois un ralentissement marqué des admissions à la cote et un repli sur les secteurs traditionnels dont témoignent les parts importantes des banques et des sociétés immobilières, tandis que les seuls secteurs modernes favorisés sont la distribution d'électricité et les grands magasins, deux secteurs dont le succès est désormais patent. Du fait de la crise, le développement de la cote s'arrête dans les années 1930, dont ne sortent presque indemnes que des secteurs protégés comme l'électricité, le gaz et la distribution d'eau. À l'inverse, les années 1890 et 1920 connaissent deux accélérations de son renouvellement.

Tableau 1.5 : nombre de sociétés cotées (stock) et inscrites (flux) à la cote officielle

Secteur	Nombre de sociétés cotées					Nombre de sociétés inscrites			
	1891	1901	1913	1928	1936	1892 à 1901	1902 à 1913	1914 à 1928	1929 à 1936
1 : assurances	37	42	45	63	60	7	7	20	2
2 : banques	23	24	27	41	40	6	12	17	10
3 : soc. fonc. et immob.	5	6	11	19	17	1	5	9	4
4 : canaux	3	3	1	0	0	1	0	0	0
5 : chemins de fer	19	29	35	24	24	15	10	1	0
6 : tramways	4	15	17	14	13	13	4	1	0
7 : docks et ports	7	5	6	7	6	0	1	1	0
8 : eaux minérales	2	4	5	5	6	3	1	0	1
9 : distribution d'eau	3	4	3	3	4	2	0	0	1
10 : distrib. d'électricité	3	12	31	62	64	12	19	33	11
11 : matériel électrique	1	4	4	14	13	4	1	11	2
12 : divers électriques	1	3	3	7	9	2	0	4	2
13 : textile	2	4	5	28	22	2	2	24	4
14 : gaz	13	20	15	16	16	8	5	1	4
15 : sidérurgie	7	17	19	27	24	10	5	9	2
16 : mécanique	10	16	21	41	39	10	6	28	6
17 : houillères	14	16	18	26	26	6	3	9	1
18 : mines métalliques	1	1	4	6	5	0	3	4	0
19 : pétrole	0	0	1	4	6	0	1	3	2
20 : chimie	6	13	20	33	38	9	7	18	10
21 : transports terrestres	3	6	6	9	12	3	2	5	3
22 : transports marit.	11	9	9	14	10	3	1	8	0
23 : alimentation	6	13	12	41	39	11	3	31	9
24 : carrières et ciments	2	8	6	13	16	7	0	8	3
25 : grands magasins	1	4	8	17	23	3	4	10	6
26 : imprim. et papet.	6	11	11	15	15	8	0	6	1
27 : divers non méca.	9	19	20	53	55	13	7	45	15
28 : divers mécaniques	2	4	8	25	31	2	4	19	8
En résumé :									
Services	66	76	91	140	140	17	28	56	22
Transports	47	67	74	68	65	35	18	16	3
Biens de consommation	27	55	61	167	168	39	17	125	38
Biens d'investissement	18	37	44	82	76	24	12	48	10
Biens intermédiaires	12	26	33	55	63	18	10	30	14
Énergie	31	51	68	115	121	28	28	50	20
Total	201	312	371	627	633	161	113	325	107
Total hors chemins de fer	182	283	336	603	609	146	103	324	107

Légende : nombre de sociétés cotées en fin d'année, et nombre d'inscriptions par période.

Tableau 1.6 : capitalisations boursières des actions des sociétés cotées

secteur	En millions de francs courants					En % par secteur				
	1891	1901	1913	1928	1936	1891	1901	1913	1928	1936
1 : assurances	706	794	986	4842	2507	13,6	11,9	7,26	4,78	4,73
2 : banques	2264	2272	4958	18794	8945	43,5	34,1	36,5	18,5	16,9
3 : soc. fonc. et immob.	162	96	224	1493	542	3,11	1,44	1,65	1,47	1,02
4 : canaux	7	6	0	0	0	0,13	0,09	0	0	0
5 : chemins de fer	4326	4809	4001	4728	2102	45,4	41,9	22,8	4,5	3,8
6 : tramways	19	222	370	613	364	0,36	3,33	2,73	0,6	0,69
7 : docks et ports	100	43	80	247	208	1,92	0,65	0,59	0,24	0,39
8 : eaux minérales	50	72	85	300	258	0,97	1,08	0,62	0,3	0,49
9 : distribution d'eau	136	185	203	1192	1671	2,61	2,79	1,5	1,18	3,15
10 : distrib. d'électricité	25	86	943	15247	9136	0,48	1,29	6,94	15	17,2
11 : matériel électrique	22	29	35	779	412	0,42	0,44	0,26	0,77	0,78
12 : divers électriques	3	111	175	1484	784	0,05	1,66	1,29	1,46	1,48
13 : textile	20	43	72	4255	1191	0,39	0,64	0,53	4,2	2,25
14 : gaz	455	436	461	3183	3159	8,74	6,55	3,39	3,14	5,96
15 : sidérurgie	96	429	962	5669	2364	1,84	6,44	7,09	5,59	4,46
16 : mécanique	81	119	446	3355	1264	1,55	1,79	3,28	3,31	2,39
17 : houillères	368	602	1517	10454	4367	7,06	9,04	11,2	10,3	8,24
18 : mines métalliques	0	1	38	383	96	0,01	0,01	0,28	0,38	0,18
19 : pétrole	0	0	20	363	885	0	0	0,15	0,36	1,67
20 : chimie	101	288	472	9525	5857	1,94	4,33	3,48	9,39	11
21 : transports terrestres	86	40	171	564	324	1,66	0,61	1,26	0,56	0,61
22 : transports marit.	204	172	125	1230	179	3,92	2,59	0,92	1,21	0,34
23 : alimentation	58	184	225	3824	2563	1,11	2,76	1,66	3,77	4,84
24 : carrières et ciments	15	32	46	1436	458	0,3	0,47	0,34	1,42	0,86
25 : grands magasins	41	120	337	4061	1258	0,79	1,81	2,48	4,01	2,37
26 : imprim. et papet.	137	160	188	1149	785	2,62	2,4	1,38	1,13	1,48
27 : divers non méca.	34	59	193	3685	1846	0,66	0,88	1,42	3,63	3,48
28 : divers mécaniques	16	55	245	3270	1581	0,3	0,83	1,8	3,23	2,98
En résumé										
Services	3174	3282	6505	29189	13252	61	49,3	47,9	28,8	25
Transports	416	483	747	2654	1075	8	7,26	5,5	2,62	2,03
Biens de consommation	315	573	1008	16483	8225	6,06	8,61	7,42	16,3	15,5
Biens d'investissement	198	578	1443	9803	4041	3,8	8,68	10,6	9,67	7,62
Biens intermédiaires	253	506	760	12536	8082	4,85	7,6	5,6	12,4	15,2
Énergie	850	1234	3116	30732	18332	16,3	18,5	22,9	30,3	34,6
Total	9533	11465	17581	10612	55109					
				4						
Total hors chem. de fer	5206	6656	13580	10139	53006	100	100	100	100	100
				6						

Légende : les capitalisations incluent actions et parts de fondateurs (cotées ou non). Les pourcentages sectoriels sont calculés hors chemins de fer sauf pour ceux-ci.

Tableau 1.7 : capitalisation boursière des obligations des sociétés cotées

secteur	En millions de francs courants					En % par secteur				
	1891	1901	1913	1928	1936	1891	1901	1913	1928	1936
1 : assurances	0	4	0	2	2	0	0,34	0	0,02	0,02
2 : banques	0	0	23	22	49	0	0	1,08	0,23	0,47
3 : soc. fonc. et immob.	74	66	159	234	231	7,83	5,59	7,54	2,42	2,22
4 : canaux	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6 : tramways	23	36	198	216	115	2,4	3,04	9,4	2,23	1,1
7 : docks et ports	56	58	50	23	17	5,94	4,9	2,36	0,24	0,16
8 : eaux minérales	7	7	10	5	6	0,77	0,56	0,46	0,05	0,06
9 : distribution d'eau	71	77	79	134	332	7,51	6,54	3,75	1,38	3,2
10 : distrib. d'électricité	7	103	395	2791	3553	0,73	8,79	18,7	28,9	34,2
11 : matériel électrique	0	10	9	63	59	0	0,86	0,43	0,65	0,57
12 : divers électriques	2	42	64	253	178	0,2	3,59	3,05	2,62	1,71
13 : textile	1	3	2	243	226	0,11	0,22	0,08	2,51	2,18
14 : gaz	325	242	237	648	519	34,3	20,6	11,2	6,71	5
15 : sidérurgie	5	62	169	1170	1018	0,51	5,3	8,01	12,1	9,81
16 : mécanique	21	53	98	589	518	2,2	4,54	4,63	6,1	4,99
17 : houillères	20	16	66	465	231	2,12	1,39	3,14	4,81	2,22
18 : mines métalliques	0	0	5	37	43	0	0	0,22	0,38	0,41
19 : pétrole	0	0	4	15	239	0	0	0,19	0,15	2,31
20 : chimie	8	10	23	485	558	0,86	0,88	1,11	5,02	5,38
21 : transports terrestres	108	97	106	92	192	11,4	8,28	5,03	0,95	1,85
22 : transports marit.	163	179	266	643	627	17,3	15,2	12,6	6,66	6,04
23 : alimentation	12	48	37	253	297	1,26	4,12	1,77	2,62	2,86
24 : carrières et ciments	0	8	6	148	118	0	0,68	0,29	1,53	1,14
25 : grands magasins	0	14	54	215	401	0	1,18	2,57	2,22	3,86
26 : imprim. et papet.	6	5	5	150	194	0,63	0,45	0,23	1,56	1,87
27 : divers non méca.	34	29	31	288	351	3,61	2,46	1,45	2,98	3,38
28 : divers mécaniques	3	6	14	478	310	0,3	0,48	0,65	4,95	2,98
En résumé :										
Services	74	84	236	473	683	7,83	7,11	11,2	4,89	6,58
Transports	351	370	620	974	951	37	31,4	29,4	10,1	9,16
Biens de consommation	63	97	98	1416	1384	6,68	8,29	4,65	14,7	13,3
Biens d'investissement	26	126	276	1822	1596	2,71	10,7	13,1	18,9	15,4
Biens intermédiaires	79	95	113	803	1052	8,37	8,1	5,36	8,31	10,1
Énergie	354	404	766	4172	4720	37,4	34,4	36,3	43,2	45,5
Total	947	1176	2109	9660	10385	100	100	100	100	100

Légende : les capitalisations incluent les obligations non cotées de toutes les sociétés cotées, hors chemins de fer et Crédit foncier

Malgré ces quelques à coup, la transformation de la cote est massive et rapide, et semble suivre celle de l'économie. Ainsi, électricité, sidérurgie, métallurgie, chimie, industries alimentaires sont davantage au cœur du développement de la cote que des industries anciennes comme le textile qui reste jusqu'au milieu des années 1920 presque absent. Au total, les sociétés industrielles, qui représentaient moins d'un tiers de la cote en 1891 dépassent la moitié en 1936 ; en même temps, le secteur énergétique s'est entièrement renouvelé, passant de l'âge du charbon et du gaz à celui de l'électricité et du pétrole.

Les modifications de la capitalisation boursière des actions reflètent fondamentalement le même changement, avec un retard qui résulte de la taille initialement souvent plus faible des nouvelles sociétés. La domination des banques est des assurances est ainsi plus durable (encore près de 44% de la capitalisation en 1913), comme celle du gaz au sein du secteur énergétique. Symétriquement, les nouveaux secteurs percent plus lentement en termes de capitalisation boursière que par le nombre de sociétés (sauf quelques secteurs concentrés, comme la sidérurgie). Ce n'est ainsi que dans les années 1920 que la distribution d'électricité domine le secteur énergétique ou que la chimie, l'alimentation et les industries de consommation en général prennent un poids significatif dans la cote.

C'est également à ce moment que les grands secteurs modernes voient la taille moyenne des entreprises les composant dépasser celle des secteurs plus anciennement cotés : c'est le cas de la chimie, de la sidérurgie, de l'automobile (dont le poids apparaît dans les divers mécaniques) et surtout de la distribution d'électricité. On peut le vérifier en comparant les listes de plus grandes entreprises à chaque période (tableau 1.8). Alors qu'en 1891 n'apparaissent parmi les vingt premières que des sociétés financières ou concessionnaires de services publics (transport, gaz ou eau⁵⁹), les sociétés industrielles se multiplient dès le début du siècle (Schneider, Saint-Gobain, mais aussi Say et Thomson-Houston), tandis que les services publics se renouvellent grâce à la distribution d'électricité. En 1928, il y a sept sociétés industrielles dans la liste, auxquelles s'ajoutent quatre représentantes des secteurs modernes (électricité et grands magasins).

⁵⁹ Encore a-t-on mis de côté les grandes compagnies de chemins de fer, dont la taille est sans commune mesure. Ainsi, la seule capitalisation boursière des actions du PLM atteint 1198 millions en 1891.

Tableau 1.8 : principales sociétés cotées à différentes dates

En 1891		En 1901		En 1913	
Banque de France	810	Banque de France	688	Banque de France	862
Parisienne de gaz	387	Cr. lyonnais	519	Cr. lyonnais	831
Cr. lyonnais	320	Parisienne de gaz	285	Soc. générale	817
C.G.eaux	177	C.G.eaux	218	Mines de Lens	493
C.G.transatlantique	175	Soc. générale	195	CNEP	436
C. d'éclairage (Lebon)	118	CNEP	174	Paribas	349
Soc. générale	117	Saint-Gobain	154	Mines de Courrières	340
Messageries maritime	115	Schneider	148	Paris.distrib.d'élect.	336
Omnibus de Paris	108	Mines de Courrières	144	Schneider	240
Mines de la Loire	105	Paribas	129	Saint-Gobain	232
Assur.gles (vie)	102	C.G.transatlantique	122	C.G.eaux	209
Paribas	98	Messageries maritime	115	Omnibus de Paris	206
CNEP	94	Assur.gles (vie)	112	BUP	182
Union des gaz	86	Thomson Houston	107	Assur.gles (vie)	172
Foncière lyonnaise	83	C. d'éclairage (Lebon)	105	C.G.transatlantique	169
Marseill. de crédit	82	Raffinerie Say	100	Mines de Vicoigne, etc	155
Houill. Montrambert	75	CIC	97	Eclair., chauff. et force	155
La Nationale vie	75	Omnibus de Paris	84	CIC	143
CIC	73	Union des gaz	83	Messageries maritime	141
Immeubles de France	73	La Nationale vie	82	Cie de Béthune	138
En 1928		En 1936			
Banque de France	3867	Lyonnaise des eaux	1596		
Saint-Gobain	3221	Paris.distrib.d'élect.	1428		
Mines de Lens	1983	Banque de France	1333		
Cr. lyonnais	1868	Cr. lyonnais	1185		
A. Citroën	1753	Energ.élec.littor.médit	1025		
Soc. générale	1691	L'Air liquide	1025		
Paribas	1630	Soc. générale	1024		
Paris.distrib.d'élect.	1607	Rhône-Poulenc	925		
Alais,Frogues et C.	1364	Saint-Gobain	894		
Mines de Courrières	1333	Alais,Frogues et C.	829		
Dollfus-Mieg	1253	Kuhlmann	805		
C. d'éclairage (Lebon)	1180	Union d'électricité	789		
Le Bon Marché	1120	Électr. de Marseille	766		
Kuhlmann	1119	CNEP	734		
Union d'électricité	1095	Compt. d'usines à gaz	725		
CNEP	1087	CFP	688		
L'Air liquide	988	Raffinerie Say	671		
Energ.élec.littor.médit	984	C. d'éclairage (Lebon)	670		
Lyonnaise des eaux	980	Dollfus-Mieg	664		
Rhône-Poulenc	961	Mines de Lens	651		

Légende : Principales sociétés classées par capitalisation totale (actions, obligations et titres non cotés), en millions de francs courants.

Enfin, la capitalisation des obligations montre une concentration sectorielle forte qui se maintient tout au long de notre période. Ainsi, alors que les services (à l'exception des sociétés foncières) n'ont pas de dette obligataire, celle-ci est élevée (relativement à la capitalisation des actions) dans les transports (surtout) et le secteur énergétique (où l'électricité prend le relais du gaz, tandis que les houillères font exception). Dans les secteurs industriels, la capitalisation des obligations croît avec celle des actions. Cependant, les situations sont ici assez variées. Alors que les deux croissances sont généralement parallèles dans les biens de consommation, la croissance rapide de la capitalisation des actions contraste dans les biens intermédiaires avec la stagnation des obligations, et incite à penser que les nouvelles sociétés sont moins endettées que les anciennes. L'inverse est vrai pour les sociétés de biens d'investissement, manifestement assez tentées par l'endettement.

Au total, une transformation considérable de la cote a lieu, qui montre que le développement du marché financier passe à la fin du XIX^e siècle et jusqu'à la seconde guerre mondiale par l'ouverture à des sociétés plus nombreuses et appartenant à toutes les activités.

III. A. 3. La représentativité du Parquet parisien

Ces données permettent de vérifier l'hypothèse faite ci-dessus selon laquelle l'observation du seul parquet parisien permettrait de comprendre l'essentiel de l'évolution du marché financier français. Elles autorisent en effet une comparaison assez fine entre les capitalisations de la cote officielle parisienne et celles de ses homologues provinciales et de la coulisse.

Les difficultés sont malheureusement importantes pour mesurer précisément l'activité de ces derniers marchés. Comme pour la cote officielle, l'absence de statistiques agrégées correctes implique de revenir aux données individuelles. La rareté des documents disponibles, l'importance du travail qui aurait été requis du fait du grand nombre et de la rotation rapide des sociétés cotées nous ont fait renoncer à les examiner en détail durant toute notre période.

En 1900, le Congrès international des valeurs mobilières fournit une mesure détaillée des marchés provinciaux et de la coulisse : la capitalisation boursière totale des premiers s'élève à près de 3 milliards de francs, dont 30% à Lyon et près de 60% à Lille, tandis que la coulisse compte pour 0,84 milliards de valeurs françaises.

Ce total qui semble se comparer avantageusement à la capitalisation de la cote officielle (inférieure à 8 milliards en 1901), s'avère sensiblement surévalué quand on examine dans le détail les valeurs cotées, ce que permet la publication en question qui fournit les capitalisations par entreprises et catégories de titres : certaines valeurs sont comptées deux fois dans le total car cotées sur deux marchés (coulisse et parquet ou cote officielle provinciale, en dépit de la loi qui l'interdit à la coulisse⁶⁰), tandis que nombre des titres cotés (en particulier en coulisse) sont des parts de fondateurs ou des actions privilégiées de sociétés dont le marché principal est le parquet parisien ; d'autre part les sociétés exploitant hors de France représentent une part non négligeable du total. Surtout, les valeurs de charbonnages atteignent à elles seules 1,5 milliards, la Bourse de Lille concentrant longtemps le marché (d'ailleurs restreint) des valeurs des houillères du Nord⁶¹.

Le tableau 1.9 fournit les éléments principaux de comparaison entre les principaux marchés en 1900 et la cote officielle parisienne en 1901 (on notera que les cours ont sensiblement baissé entre 1900 et 1901, ce qui minore l'importance relative de cette dernière). Le parquet de Paris représente dans tous les secteurs hormis les charbonnages une très forte proportion (entre 68 et 93%) de l'ensemble, et même si Paris est à cette date une capitale financière plus qu'industrielle (sa domination est moindre dans l'industrie que sur les titres bancaires, de transports, ou plus encore d'assurance), elle demeure bien de très loin le principal marché des titres privés de toutes catégories.

En revanche, il convient de reconnaître l'importance des parquets provinciaux en ce qui concerne le nombre de sociétés cotées. Ceci conduit à conclure que si notre étude touche de manière presque exhaustive les grandes sociétés, elle devrait être complétée pour les petites par un travail similaire sur les Bourses de province et la coulisse.

⁶⁰ L'interdiction est parfaitement reconnue dans le cas du parquet de Paris, même si sa légitimité est contestée ; pour les conflits entre les parquets de province et la coulisse, la situation est davantage controversée du fait que les coulissiers considèrent que le monopole de ces Bourses est géographiquement limité. Il convient de noter cependant que le projet d'établissement d'une Bourse à Nancy établi par les banques régionales a été abandonné en 1908 suite à l'opposition de la Compagnie des agents de change parisienne ; cf. Marseillehan (1930, p. 74) et Brocard (in Aupetit, 1912).

⁶¹ Les transferts à Paris ont lieu au tournant du siècle (1900-1905) et au lendemain de la Grande guerre. Certaines sociétés de charbonnages importantes y échapperont cependant : la plus importante est celle des mines de Bruay (capitalisation boursière en 1900 : 178,2 millions), suivie de Liévin (80,2), Meurchin (59,8) et Douchy (25,1).

Tableau 1.9 : importance comparée des différents marchés

Nombre de sociétés	Lyon	Lille	couliss e	total	Paris	parts du total		
						Paris	prov.	coulis.
Actions	145	80	108	333	310	48%	35%	17%
Actions sauf mines	134	52	104	290	297	51%	32%	18%
Obligations	20	39	27	86	98	53%	32%	15%
Obligations hors mines	18	27	27	72	94	57%	27%	16%
Total	165	119	135	419	408	49%	34%	16%
Total hors mines	152	79	131	362	391	52%	31%	17%

Capitalisation	Lyon	Lille	couliss e	total	Paris	parts du total		
						Paris	prov.	coulis.
Actions	689	1677	444	2683	6656	71%	25%	3%
Actions hors mines	588	190	424	1081	6054	85%	11%	4%
Obligations	42	87	41	169	1176	87%	10%	3%
Obligations hors mines	40	43	41	123	1160	90%	6%	3%
Total	731	1764	484	2852	7832	73%	23%	3%
Total hors mines	628	233	465	1204	7213	86%	10%	4%

Capitalisation	Actions			Obligations		
	Paris	prov.	coulis.	Paris	prov.	coulis.
Banque et assurance	93%	4%	2%	-	-	-
Transports	77%	15%	7%	93%	5%	2%
Gaz et électricité	76%	23%	1%	96%	3%	1%
Mines	27%	72%	1%	26%	74%	0%
Métallurgie	75%	20%	5%	82%	16%	2%
Chimie	69%	19%	12%	68%	25%	8%
Immobilier	69%	31%	0%	89%	8%	3%
Divers	90%	5%	5%	83%	6%	11%

Légende : nombre de sociétés françaises exploitant en France (hors chemins de fer) cotées sur les différents marchés français, et leur capitalisation en millions de francs courants. Le total réunit les marchés non parisiens (province et coulisse). Les doubles cotations ont été supprimées, avec une priorité aux marchés officiels sur la coulisse, et à Lille sur Lyon. Les chiffres pour le parquet parisien ne comptent que les obligations des sociétés cotées, ce qui n'est pas le cas des autres marchés qui cotent parfois les obligations de sociétés cotées à Paris ou non cotées. Les capitalisations pour Paris sont en 1901, et pour les autres marchés en 1900. Source : Congrès international des valeurs mobilières (1900) et nos calculs.

Si la liquidité que fournit la cotation est une condition nécessaire au financement des entreprises sur le marché, elle n'est pas suffisante. Qu'elles aient cherché dans la cotation le règlement de successions difficiles ou la réalisation de plus-values à des fins particulières, ou que leur situation rende inutile ou à l'inverse impossible un recours au marché, nombre d'entreprises admises à la cote ne réalisent pas d'émissions⁶². Or ce sont ces émissions qui

⁶² Ce point sera examiné plus en détail au chapitre 4. Pour la Grande-Bretagne, Michie (1993) montre également que nombre de sociétés cotées ne réalisent pas d'émissions.

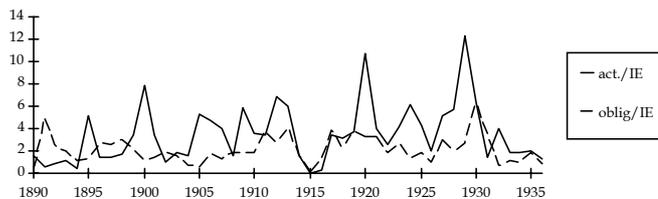
permettent principalement de mesurer la contribution du marché financier au développement des entreprises.

III. B. Les émissions

III. B. 1. Augmentation des émissions

Les émissions d'actions réalisées par les sociétés cotées connaissent une augmentation importante des années 1890 jusqu'à la fin des années 1920 (graphique 1.3 et tableau 1.10). Cette augmentation demeure significative si on la compare à l'investissement de l'ensemble des entreprises françaises puisque les émissions d'actions représentent 2,36% de celui-ci en moyenne de 1890 à 1900, 3,83% de 1901 à 1913, et 5,54% de 1919 à 1929 (avec une rechute à 2,69% entre 1930 et 1936), tandis que pour les obligations ces chiffres atteignent 2,5%, 2,6%, 4% et 2,9% respectivement pour les mêmes périodes⁶³.

Graphique 1.3 : émissions d'actions et d'obligations des sociétés cotées



Légende : émissions d'actions en numéraire et émissions d'obligations (nettes des remboursements anticipés) effectuées par les sociétés cotées à partir de l'année de leur cotation (incluse), mesurées en pourcentage des investissements de l'ensemble des entreprises françaises.

Tableau 1.10 : émissions des sociétés cotées

	1892-01	1902-13	1914-28	1929-36	1891-1936
Émissions d'actions	984	2490	3758	2393	9625
Émissions d'obligations	747	1408	2107	1529	5791
Ém. moy./an : actions	98,4	207,5	313,2	299,1	229,2
Ém. moy./an : obligations	74,7	117,3	175,6	191,1	137,9
actions/obligations	1,32	1,77	1,78	1,57	1,66

Légende : cf. la légende du graphique 1.3. Les montants sont en millions de francs 1913. Les années 1915 à 1917 ne sont pas comptées pour le calcul des émissions moyennes annuelles.

Les fluctuations de ces émissions sont par ailleurs très semblables à celles qu'indiquaient les statistiques antérieures : les émissions d'actions connaissent ainsi des maxima très nets en 1900, 1913, 1920 et 1929, tandis que celles

⁶³ Il s'agit des moyennes des parts annuelles ; si on réalise la moyenne à partir des totaux sur chaque période des valeurs en francs constants des émissions et des investissements, on obtient des chiffres très proches (par exemple pour les actions respectivement 2,5%, 4%, 5,7% et 3,1%). L'investissement considéré est celui de l'ensemble des entreprises françaises tel qu'il est évalué par P. Villa (1993).

d'obligations sont plus régulières, avec cependant un pic très net en 1930. On notera que pour les obligations plus encore que pour les actions, la prise en compte des seuls titres cotés au parquet⁶⁴ aboutit à un montant d'émissions très inférieur à celui des statistiques antérieures⁶⁵.

Au total, l'importance du marché financier pour les entreprises françaises cotées double entre la décennie 1890 et les années 1920, et si la croissance de la capitalisation a lieu pour une part importante avant 1914, l'essentiel de celle des émissions a lieu après la grande guerre, conclusions que les études moins clairement définies n'étaient pas en mesure d'indiquer avec certitude.

III. B. 2. Principales évolutions sectorielles

La transformation structurelle que nous avons constatée pour les capitalisations a également lieu pour les émissions. Elles est dans ce cas à la fois plus tardive et plus radicale (tableaux 1.11 et 1.12).

Avant 1914, le marché financier est essentiellement réservé à des secteurs implantés depuis longtemps sur le marché : sociétés de transports, banques, distribution de gaz et d'eau. En dehors même des chemins de fer (dont les obligations représentent la majorité des émissions, mais que nous avons exclus de notre étude), les transports sont de grands émetteurs : ils réalisent 20% de l'ensemble des émissions d'actions et obligations entre 1892 et 1901 comme entre 1902 et 1913, soit environ le double de leur part dans la capitalisation boursière de la cote. Les sociétés gazières, au sommet de leur expansion, sont d'importants émetteurs d'obligations (20% du total du marché entre 1891 et 1901, et 10% entre 1902 et 1913, pour 7% de la capitalisation boursière en 1891). Au même moment, le marché des actions est massivement dominé par les banques. À elles seules, les banques (hors Crédit foncier) réalisent 47% des émissions d'actions réalisées entre 1892 et 1901 et 44% entre 1902 et 1913.

⁶⁴ Pour des raisons d'homogénéité sont incluses toutes les émissions d'obligations réalisées par des sociétés cotées, qu'elles soient cotées au parquet ou sur un autre marché (ces dernières sont très minoritaires).

⁶⁵ Contrairement à ce qui est dit (probablement à propos des émissions postérieures à 1945) par F. Marnata (1973, p. 67), les émissions d'obligations réunies par le Crédit lyonnais et la Statistique générale ne concernent pas, et de loin, les seuls titres cotés ; en effet, les émissions de la coulisse et des Bourses de province sont très faibles (*cf. supra* : dans le cas des obligations la capitalisation des titres est un bon reflet des émissions passées), et les émissions des sociétés dont seules les obligations sont cotées sont loin de combler l'écart entre les deux statistiques.

Tableau 1.11 : émissions d'actions des sociétés cotées

secteur	En millions de francs courants				En pourcentages			
	1890 à 1900	1901 à 1914	1915 à 1929	1930 à 1936	1890 à 1900	1901 à 1914	1915 à 1929	1930 à 1936
1 : assurances	2	13	305	149	0,23	0,50	1,48	1,94
2 : banques	425	1192	3891	1070	48,41	45,13	18,84	13,99
3 : soc. fonc. et immob.	25	35	429	71	2,85	1,32	2,08	0,93
4 : canaux	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00	0,00
5 : chemins de fer	29	74	4	7	3,26	2,79	0,02	0,09
6 : tramways	118	196	33	51	13,49	7,42	0,16	0,66
7 : docks et ports	6	0	1	14	0,71	0,00	0,00	0,18
8 : eaux minérales	6	1	32	2	0,68	0,04	0,16	0,03
9 : distribution d'eau	0	0	167	220	0,02	0,00	0,81	2,88
10 : distrib. d'électricité	42	217	3079	1447	4,84	8,22	14,91	18,91
11 : matériel électrique	1	8	400	92	0,15	0,29	1,94	1,21
12 : divers électriques	73	28	642	401	8,29	1,05	3,11	5,25
13 : textile	2	6	591	51	0,23	0,24	2,86	0,66
14 : gaz	11	128	563	63	1,27	4,84	2,73	0,82
15 : sidérurgie	14	197	1718	441	1,64	7,44	8,32	5,77
16 : mécanique	48	133	1271	441	5,47	5,05	6,15	5,77
17 : houillères	3	14	1114	243	0,35	0,53	5,39	3,17
18 : mines métalliques	0	25	94	20	0,00	0,95	0,46	0,26
19 : pétrole	0	0	166	691	0,00	0,00	0,81	9,04
20 : chimie	5	17	1815	801	0,58	0,63	8,79	10,48
21 : transports terrestres	0	89	83	10	0,01	3,38	0,40	0,12
22 : transports marit.	26	65	683	285	2,91	2,45	3,31	3,72
23 : alimentation	10	49	496	108	1,09	1,87	2,40	1,42
24 : carrières et ciments	10	2	373	82	1,19	0,08	1,81	1,07
25 : grands magasins	5	67	725	38	0,61	2,52	3,51	0,49
26 : imprim. et papet.	1	3	178	142	0,15	0,13	0,86	1,85
27 : divers non méca.	13	43	925	383	1,45	1,64	4,48	5,01
28 : divers mécaniques	1	39	871	327	0,14	1,47	4,22	4,28
En résumé :								
Services	457,26	1307	5350	1327	52,09	49,48	25,91	17,35
Transports	179	423	804	366	20,38	16,04	3,90	4,78
Biens de consommation	33	142	3093	1013	3,73	5,39	14,98	13,25
Biens d'investissement	64	338	3389	974	7,27	12,78	16,41	12,74
Biens intermédiaires	16	44	2448	1123	1,78	1,66	11,86	14,69
Énergie	129	387	5565	2844	14,75	14,65	26,95	37,19
Total	878	2641	20649	7648	100	100	100	100

Légende : émissions d'actions en numéraire (primes d'émission incluses) réalisées par les sociétés cotées à partir de l'année (inclue) de leur inscription à la cote officielle.

Tableau 1.12 : émissions d'obligations des sociétés cotées

Secteur	En millions de francs courants				En pourcentages			
	1890 à 1900	1901 à 1914	1915 à 1929	1930 à 1936	1890 à 1900	1901 à 1914	1915 à 1929	1930 à 1936
1 : assurances	3	1	2	0	0,40	0,07	0,02	0,00
2 : banques	0	25	37	31	0,00	1,67	0,44	0,44
3 : soc. fonc. et immob.	101	91	248	382	13,21	6,20	2,95	5,35
6 : tramways	11	196	88	32	1,46	13,34	1,05	0,45
7 : docks et ports	6	3	-17	0	0,80	0,22	-0,21	0,00
8 : eaux minérales	0	5	1	6	0,01	0,34	0,01	0,08
9 : distribution d'eau	45	31	136	253	5,81	2,12	1,62	3,54
10 : distrib. d'électricité	82	305	2216	2454	10,74	20,78	26,35	34,35
11 : matériel électrique	10	2	118	46	1,35	0,12	1,40	0,65
12 : divers électriques	38	37	247	97	4,94	2,49	2,94	1,36
13 : textile	0	0	194	122	0,00	0,00	2,31	1,71
14 : gaz	157	142	578	-73	20,45	9,67	6,87	-1,02
15 : sidérurgie	36	162	1105	663	4,73	11,03	13,14	9,28
16 : mécanique	51	76	642	392	6,61	5,19	7,63	5,49
17 : houillères	5	52	392	-3	0,71	3,51	4,66	-0,04
18 : mines métalliques	0	0	16	57	0,00	0,00	0,20	0,80
19 : pétrole	0	0	64	332	0,00	0,00	0,77	4,65
20 : chimie	4	10	508	421	0,53	0,70	6,04	5,90
21 : transports terrestres	107	121	50	111	14,02	8,23	0,60	1,55
22 : transports marit.	67	151	598	676	8,75	10,25	7,11	9,47
23 : alimentation	18	0	225	217	2,35	0,00	2,68	3,04
24 : carrières et ciments	6	1	74	110	0,77	0,05	0,88	1,53
25 : grands magasins	10	48	359	235	1,25	3,24	4,27	3,29
26 : imprim. et papet.	3	3	65	176	0,37	0,22	0,78	2,47
27 : divers non méca.	1	3	275	254	0,08	0,23	3,27	3,55
28 : divers mécaniques	5	5	189	150	0,63	0,34	2,24	2,10
En résumé :								
Services	114	164	646	648	14,87	11,17	7,68	9,07
Transports	192	471	719	819	25,03	32,04	8,54	11,47
Biens de consommation	26	16	949	926	3,44	1,12	11,28	12,96
Biens d'investissement	97	240	1865	1101	12,70	16,34	22,17	15,42
Biens intermédiaires	55	42	734	841	7,11	2,87	8,73	11,77
Énergie	283	535	3497	2807	36,84	36,45	41,58	39,30
Total	767	1468	8410	7142	100	100	100	100

Légende : émissions d'obligations (cotées ou non) des sociétés cotées à partir de l'année de leur cotation (incluse), nettes des remboursements anticipés. Les émissions du secteur canaux sont nulles. Celles des chemins de fer et du Crédit foncier ne sont pas relevées.

Dès cette période cependant, quelques nouveaux secteurs deviennent d'importants émetteurs : c'est le cas principalement de la distribution d'électricité, qui réalise dès les années 1890 près de 16% du total des émissions d'obligations et 13% de celles d'actions⁶⁶, et augmente encore son poids sur le marché des obligations dans la décennie suivante, alors même que les sociétés concernées sont encore très petites à l'échelle de la cote. La sidérurgie accroît également son recours au marché dans la décennie qui précède la guerre, à la fois sur le marché des actions et sur celui des obligations dont elle représente plus de 11%. Enfin, à une échelle plus modeste, les grands magasins se lancent également dans les émissions, en particulier d'obligations.

Ce n'est cependant qu'après la guerre que ce mouvement s'élargit à tous les secteurs. Certains comme la chimie, la mécanique ou les industries diverses ne commencent qu'alors à réaliser les émissions correspondant à leur importance économique et à leur capitalisation boursière.

La principale évolution de notre période est donc le déclin des deux secteurs dominants qu'étaient les banques et les transports, et le passage à un marché plus large. Dans les années 1920, les banques ne représentent plus que 9% des émissions d'actions, 6% de l'ensemble des émissions de titres, et les transports environ 7% des émissions totales. L'augmentation du montant total des émissions entraîne une augmentation beaucoup plus que proportionnelle dans les nouveaux secteurs. Dans les années 1920, la banque est dépassée par l'électricité et par l'ensemble sidérurgie-mécanique, tandis que la chimie s'en rapproche.

Dans les autres secteurs, il y a presque toujours forte hausse des émissions comme de la part dans la capitalisation boursière. En particulier, les secteurs de biens de consommation, qui souvent étaient pratiquement absents de la cote dans les années 1890, y accèdent, parfois massivement, surtout dans les années 1920.

Cet accès n'est cependant pas réservé à de nouveaux secteurs y cherchant les moyens d'un développement à ses débuts. De très anciennes sociétés de textile ou de charbonnage apparaissent également à la cote durant les années 1920, et réalisent des émissions parfois importantes.

De manière générale, ce sont les entreprises industrielles qui voient leur part dans les émissions augmenter fortement à partir du début du XX^e siècle (elles passent de 23 à 42% pour les obligations entre les années 1890 et 1920, et de 13 à 43% pour les actions). Si en termes de capitalisation elles souffrent plus

⁶⁶ On inclut dans ces chiffres les émissions des grandes holdings électriques comptées dans les divers électriques.

que transports, énergie ou services de la crise des années 1930, elles gardent alors l'essentiel de leur part dans les émissions, ce qui témoigne de la solidité de la transformation accomplie depuis la fin du XIX^e siècle.

Conclusion

On a cherché dans ce chapitre à mesurer l'évolution du marché boursier pour les entreprises françaises. Nous avons constaté que les statistiques disponibles sur le marché financier souffrent d'une définition trop juridique de marché financier, de sorte qu'elles ne permettent pas une mesure efficace du financement de marché. En mettant au centre de la définition du marché le rôle de la liquidité fournie par la cotation en Bourse, nous avons pu construire de nouvelles statistiques détaillées et utilisables au niveau individuel qui permettent de mieux observer la croissance du marché et le financement des entreprises privées.

Ces statistiques nous ont permis dès maintenant d'améliorer la vue d'ensemble du rôle du marché financier. Sa croissance est apparue très importante en termes de capitalisation, de nombre de sociétés cotées comme d'émissions d'actions ou d'obligations. Surtout, une transformation structurelle du marché a eu lieu grâce à l'entrée massive d'entreprises industrielles à la cote et à leur pénétration sur le marché des émissions, en particulier dans les années 1920. Avant d'expliquer ces évolutions, qui correspondent souvent, mais non systématiquement à la modernisation de l'économie française, nous devons chercher à mesurer dans quelle mesure ce phénomène correspond à un développement extensif du marché, qui se contenterait d'observer une multiplication des cotations, ou à une augmentation du rôle des fonds externes dans le financement des entreprises. Notre statistique permet de répondre à cette question. En effet, au delà de son exactitude plus grande et de sa supériorité théorique, son principal mérite est d'être constituée de données individuelles, ce qui lui permet une variété et une exactitude d'observations inconnues jusqu'à présent.

Annexe 1.1 : Estimations des émissions des sociétés privées à partir des statistiques de la SGF et du Crédit lyonnais

Nous cherchons ici à établir les statistiques les meilleures possibles des montants obtenus par les sociétés privées françaises exploitant en France (hors compagnies de chemins de fer) par émission publique de titres négociables (actions ou obligations). Nous utilisons à cette fin les deux meilleures statistiques publiées, celles de la Statistique générale de la France (SGF) et celles du Crédit lyonnais.

Pour les obligations se pose la question de la différence entre émissions brutes ou nettes des remboursements effectués pendant la même période. Au niveau macro-économique, les émissions nettes sont plus significatives de la capacité d'épargne et des financements reçus réellement par les entreprises. Mais au niveau micro-économique, les besoins de financement apparaissent en face d'un investissement en capital fixe, tandis que les paiements d'intérêts sont des charges d'exploitation. L'idéal serait de pouvoir distinguer dans les charges financières des entreprises les paiements d'intérêts du remboursement du principal, puisque celui-ci apparaît seul directement au bilan. Cependant dans notre perspective de détermination des choix de financement des sociétés, il est clair que les émissions brutes sont les plus significatives. Le seul point délicat est celui des remboursements anticipés : s'ils sont suivis d'émissions à un taux plus bas (l'équivalent d'une conversion, opération que les contrats de dette de l'époque n'interdisent pas et qui se produisent en période de baisse forte de taux comme 1929-31), on ne peut pas dire que celles-ci soient le fruit d'un choix de financement favorable aux obligations, car il s'agit d'une simple réorganisation de la dette, ce qu'il convient de ne pas confondre. Si elles ne sont pas suivies d'émission, elles devraient par contre être prises en compte, car elles dénotent alors une forte préférence pour d'autres moyens de financement.

À l'époque qui nous intéresse, les actions pouvaient également être remboursées ou rachetées. Ces deux pratiques étaient suffisamment rares pour que nous les négligions.

Les statistiques de la Statistique générale de la France

Les statistiques de la SGF cherchent à mesurer les émissions publiques, c'est-à-dire les montants souscrits par le public. Elles utilisent à cet effet une source homogène, le *BALO*, et ne remontent donc pas avant 1907. Cette source unique garantit une certaine cohérence⁶⁷. Le grand défaut de cette statistique est de ne pas inclure les émissions à leur prix réel mais seulement pour leur valeur nominale. En outre, elle compte les émissions d'actions indépendamment de leur libération. Enfin, avant 1921, les émissions d'actions d'apport ou d'actions gratuites sont incluses dans le total, ainsi que les émissions réservées strictement à certains souscripteurs (et qui ne sont donc pas publiques, même si, effectuées par des sociétés dont des titres sont négociables, elles ne sont pas exactement privées) et les inscriptions pour cotation de titres lors de l'émission desquels il n'avait pas été fait appel au public.

Autre inconvénient, mineur cette fois, elle inclut les émissions annoncées au *BALO* indépendamment de leur réalisation, et à la date de cette insertion, ce qui entraîne un décalage par rapport à la date de réalisation (décalage d'un mois si l'on en croit une comparaison avec les statistiques de l'Association nationale des porteurs de valeurs mobilières publiées jusqu'à 1924, qui comptent les émissions à leur date de réalisation). Enfin, elle inclut jusqu'à 1920 sans distinction toutes les sociétés de nationalités française, marocaine et tunisienne, y compris donc la plupart des sociétés coloniales, alors que l'on peut s'attendre à un comportement

⁶⁷ Le caractère officiel des annonces du *BALO* ne suffit pas à garantir le résultat de leur recensement. Neymarck les critique dès le début comme étant un "véritable fouillis" (*Le Rentier*, 27 décembre 1907, cité par Nakayama, 1982), et les retards de publications comme l'absence de détail sur les émissions projetées resteront des défauts substantiels de cette publication.

différent de ces sociétés et de celles exploitant en métropole ; après cette date, elle distingue les unes des autres, mais uniquement pour les données brutes incluant les apports, les actions gratuites et les inscriptions pour cotation.

À côté de ces inconvénients, ces statistiques présentent l'avantage de séparer les émissions d'actions réalisées lors de la fondation de sociétés de leurs augmentations de capital. En outre, selon Galmiche (1923), les émissions de sociétés nouvelles incluent avant 1921 les insertions pour inscription à la cote d'actions anciennement émises, ce qui limite aux actions d'apport et gratuites les erreurs à attendre sur cette période en ce qui concerne les augmentations de capital. Au total, on peut considérer que ces statistiques seraient satisfaisantes pour notre étude si elles couvraient une période plus longue et incluaient les primes d'émission.

Enfin, les statistiques de la SGF sont d'une qualité correcte en ce qui concerne les obligations. Elles incluent certes jusqu'à 1920 les inscriptions pour cotation, mais celles-ci ne représentent en général que 5 à 10% du total et ont probablement lieu peu de temps après l'émission, ce qui limite le biais qui peut en résulter. Comme les émissions d'actions, elles ne sont connues que pour leur montant nominal, mais l'inconvénient en est également beaucoup plus limité (de l'ordre de 10% au maximum). Enfin, si ces données sont brutes, on dispose à partir de 1929 d'une statistique des remboursements qui permet d'estimer approximativement le montant des remboursements anticipés (qui constituent la différence entre les amortissements ordinaires et ceux qui ont lieu en plus les années de taux d'intérêt bas) ; cependant, il est impossible de savoir si les sociétés ayant procédé à ces remboursements ont effectué en même temps d'autres émissions. On considérera que cela a toujours été le cas.

Les statistiques du Crédit lyonnais

Les séries mises au point au Crédit lyonnais présentent plusieurs avantages qui leur ont valu souvent la préférence des historiens : elles commencent en 1892, couvrent une part beaucoup plus importante des émissions, les comptent pour leurs montants réels (primes d'émission incluses) et uniquement lors de leur réalisation. Leurs inconvénients sont cependant importants. En premier lieu, le champ qu'elles couvrent est mal défini, incluant à la fois des émissions privées et publiques, françaises et coloniales, sans les couvrir pourtant dans leur ensemble⁶⁸. Plus grave, les actions d'apport et les actions gratuites ne semblent pas être distinguées des autres, de sorte que le montant total des émissions est probablement sensiblement surestimé. Enfin, les constitutions de sociétés ne sont pas séparées des augmentations de capital.

Nous avons donc cherché à construire une statistique correcte des émissions publiques, à partir des données de la SGF et du Crédit lyonnais corrigées de manière à les rapprocher des définitions qui nous intéressent.

1°) Correction des statistiques de la SGF

a) Les actions

Les statistiques nécessitant le plus de corrections sont celles des émissions d'actions ; nous avons procédé de la manière suivante :

- avant 1921, soustraction du montant des émissions d'actions d'apport et d'actions gratuites ainsi que de celui des inscriptions pour cotation,
- sur toute la période, ajout du montant des primes d'émission,
- avant 1921, soustraction de la part des émissions de sociétés françaises à l'étranger et dans les colonies.

⁶⁸ Ulmer (1929, p. 298) compare pour quatre années (1922-25) ces statistiques avec celles, complètes, de l'administration judiciaire concernant les sociétés créées, et montre que leur taux de couverture varie entre 45% et 80% selon les années.

Ces corrections sont effectuées dans chaque cas à partir des données sur les sociétés cotées, telles qu'elles sont connues grâce à notre statistique.

Avant 1921, on ne dispose de la répartition de la statistique des émissions de la SGF que selon le moment d'émission dans la vie de l'entreprise, à la fondation ou plus tard.

Soit $E_{sgf} = N + U$, où U est le montant des émissions après fondation, et N le montant des émissions de sociétés lors de la fondation (tous deux incluent actions d'apport et actions gratuites, N seul y ajoutant les inscriptions pour cotation). U et N apparaissent dans la statistique de la SGF.

La part des sociétés exploitant en France vaut : $E_{fr} = (U + N) (1 - \text{ét} - \text{co})$

Les pourcentages ét et co sont les parts des émissions réalisées par les sociétés exploitant à l'étranger et dans les colonies; elles sont estimées de 1907 à 1913 par leur valeur en 1913 (soit 19,5% pour les deux réunies), et à partir de 1914 pour la moyenne de leur valeur entre 1921 et 1936 (soit 11%). On considère ainsi que le niveau des émissions de ces sociétés a dû représenter dans les années précédant la guerre une part élevée et stable (en ce sens sur les sociétés coloniales, cf. J. Marseille, 1984, p. 112) que la guerre a fait brusquement et durablement baisser.

En ôtant les apports on obtient les émissions en numéraire des sociétés françaises exploitant en France :

$Enum.fr = \{U [1 - Ab/(Ab+Eb-Pb)] + N (1 - ap)\} (1 - \text{ét} - \text{co})$

Où b est l'indice signalant des données provenant de notre statistique et utilisées pour calculer des ratios de correction. Ab est le montant des actions d'apport et des actions gratuites créées après la fondation des sociétés, Eb est le montant (primes d'émission incluses) des émissions en numéraire réalisées après la fondation, Pb est le montant des primes d'émissions. Le coefficient ap est la part d'apports, d'actions gratuites et d'inscriptions pour cotation dans les émissions des sociétés nouvelles. Il est estimé par sa valeur moyenne entre 1921 et 1936 selon les statistiques de la SGF, soit 70%.

En ajoutant les primes d'émission, on obtient le montant recherché des montants obtenus au moyen d'émissions en numéraire par les sociétés françaises exploitant en France :

$Enum.r.fr = \{U [1 - Ab/(Ab+Eb-Pb)] [1 + Pb/(Eb-Pb)] + N (1 - ap)\} (1 - \text{ét} - \text{co})$

À partir de 1921, on connaît la répartition des émissions de la SGF de trois manières différentes : selon le moment d'émission dans la vie de l'entreprise (à la fondation ou plus tard, soit $E_{sgf} = N + U$), selon le lieu d'exploitation de l'émetteur (soit $E_{sgf} = E_{co} + E_{\text{ét}} + E_{fr}$), et selon le type d'émission (en numéraire ou autre, par exemple émissions contre apports, actions gratuites et inscriptions pour cotation, soit $E_{sgf} = E_{num} + E_{ap}$). On connaît en outre la répartition par lieu d'exploitation des U et N , ainsi que leur répartition entre numéraire et autre. On connaît ainsi tous les termes suivants : $E_{sgf} = U + N = U_{num} + U_{ap} + N_{num} + N_{ap} = U_{co} + U_{\text{ét}} + U_{fr} + N_{co} + N_{\text{ét}} + N_{fr}$

on peut estimer que

$U_{num.fr} = U_{num} [1 - (U_{co} + U_{\text{ét}})/U]$ et $N_{num.fr} = N_{num} [1 - (N_{co} + N_{\text{ét}})/N]$

Sachant que $Enum.fr = U_{num.fr} + N_{num.fr}$, il suffit d'estimer les primes d'émission (qui ne concernent pas les sociétés nouvelles), soit :

$Enum.r.fr = U_{num.fr} [1 + Pb/(Eb-Pb)] + N_{num.fr}$

Cette estimation suppose que les émissions d'apport, gratuites et les inscriptions pour cotation sont le fait autant des sociétés exploitant à l'étranger que de celles exploitant en France, et que parmi ces dernières, les primes sont de la même importance moyenne que les sociétés soient ou non cotées. Cette dernière hypothèse mérite une remarque : malgré l'hostilité des actionnaires aux primes d'émission, cette pratique est acceptée comme la meilleure solution (en l'absence de marché des droits de souscription) lorsqu'il y a des actionnaires extérieurs. On peut donc penser que dans des sociétés fermées, on ne payait pas de prime, de manière à ne pas diminuer l'incitation au dynamisme que représente la nécessité de payer le dividende statutaire, mais que dans les sociétés partiellement ouvertes non cotées que recense

la SGF (outre les sociétés cotées pour lesquelles nous connaissons les primes pour l'essentiel grâce à notre statistique parisienne) cette pratique devait être répandue.

b) Les obligations

Pour les obligations, deux corrections sont à effectuer : a) la suppression avant 1920 des émissions des sociétés exploitant hors de métropole. On l'a fait en supposant que leur part était égale à la moyenne qu'elle eut entre 1920 et 1936 (soit 10%). b) La prise en compte des remboursements anticipés : on a utilisé avant 1929 (date du début de la statistique SGF sur les remboursements) les remboursements anticipés de notre statistique ; à partir de 1929, on a utilisé également la statistique SGF, en considérant que le montant des amortissements normaux était d'un milliard par an, de sorte que les remboursements anticipés représentaient la part du total dépassant ce montant. Le montant d'un milliard a été estimé par la valeur des remboursements dans les années de hausse de taux, où un remboursement anticipé est difficile. Au total, on écrit :

avant 1921 :

$$\text{Ob.net} = \text{Osgf} (1 - \text{ét} - \text{co}) - \text{Rb}$$

et à partir de 1921 :

$$\text{Ob.net} = \text{Osgf} - \text{Oét} - \text{Oco} - \max(\text{Rb} ; \text{Rsgf} - 1000)$$

Où Osgf, Oét et Oco sont respectivement les montants du total des émissions d'obligations, des émissions des sociétés exploitant à l'étranger et dans les colonies, le tout pris dans les statistiques de la SGF ; ét et co sont les parts moyennes des émissions des sociétés exploitant hors de métropole dans le total entre 1920 et 1936, soit 10% ; Rb est le montant des remboursements anticipés d'après notre statistique et Rsgf le montant des remboursements totaux de la statistique de la SGF.

2°) Correction de la statistique du Crédit lyonnais

a) Les actions

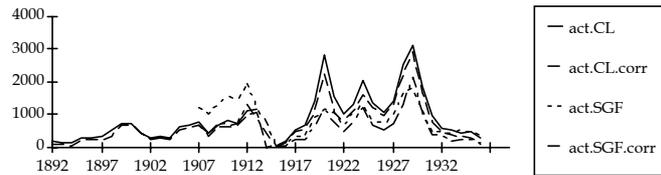
On peut comparer les résultats obtenus en corrigeant les statistiques de la SGF aux chiffres du Crédit lyonnais, eux-mêmes modifiés pour tenir compte des apports et émissions d'actions gratuites. Cependant, s'il semble logique de déduire les chiffres constitués par la SGF en ce domaine, il faudrait d'abord les corriger des inscriptions pour cotation dont il ne nous a pas été possible de savoir si elles sont également comptées par le Crédit lyonnais dans les émissions (mais elles devraient être plus rares, car certaines émissions privées auraient déjà été comptabilisées plus tôt) ou non. Dans l'ignorance et l'impossibilité de remédier à cette difficulté, nous proposons le calcul suivant (certainement plus fragile que le précédent et surestimant probablement le résultat sensiblement) :

$$\text{Enum.r.fr}' = \text{Ecl} [1 - \text{Ab}' / (\text{Ab}' + \text{Eb}')]]$$

Où Ecl est le montant des émissions selon le Crédit lyonnais, Ab' le montant des apports et des actions gratuites selon notre statistique (lors de la fondation et après indifféremment), et Eb' le montant des émissions en numéraire, primes d'émission incluses (lors de la fondation et après indifféremment).

Une comparaison des résultats obtenus par ces diverses corrections est présenté sur le graphique A1.1. Il apparaît clairement que si les variations des différentes statistiques sont très fortement corrélées, les écarts en niveau demeurent considérables, reflétant des méthodes de relevé très différentes. Nous considérons le résultat obtenu par correction des statistiques de la SGF comme meilleur pour l'entre-deux-guerres. Avant 1907, il est cependant nécessaire de se fier au résultat du Crédit lyonnais corrigé.

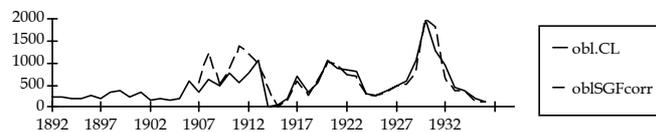
**Graphique A1.1.1 : Comparaison des statistiques d'émissions d'actions
du Crédit lyonnais et de la SGF brutes et corrigées**



b) Les obligations

En ce domaine, la statistique du Crédit lyonnais semble bonne, et sa corrélation est très forte avec celle de la SGF telle que nous l'avons corrigée ci-dessus (graphique A1.2). En outre, elle ne présente pas les fluctuations surprenantes de la statistique de la SGF avant 1914, liés peut-être à la mise en place de la procédure de collecte des données.

**Graphique A1.1.2 : Comparaison des statistiques d'émissions d'obligations
du Crédit lyonnais et de la SGF corrigée**



Dernières remarque de méthode

L'inconvénient des méthodes de correction de statistiques du type de celles que nous avons employées est leur restriction à une estimation d'ensemble. Ainsi, les données sectorielles fournies par le Crédit lyonnais comme par la SGF sont d'usage beaucoup plus difficile que les statistiques d'ensemble, car les erreurs ont beaucoup moins de chance de se compenser⁶⁹. (De même, ces risques d'erreurs rendent aléatoire l'utilisation des données mensuelles fournies par la SGF. Un dernier inconvénient des statistiques de la SGF comme du Crédit lyonnais, même corrigées, est qu'elles incluent les émissions du Crédit foncier, dont les obligations jouissent d'une garantie publique de fait ou de droit, ce qui biaise certainement leurs choix de financement.

L'ensemble des statistiques comparées ci-dessus sont fournies au tableau A1.1.

⁶⁹ On notera cependant que le dépouillement détaillé réalisé par la SGF pour 1921 montre que les rapports entre les différents secteurs ne sont pas fortement modifiés en passant aux émissions nettes des actions d'apport, gratuites et des inscriptions pour cotation (Galmiche, 1923, p. 204).

Tableau A1.1.1 : comparaisons des différentes statistiques d'émissions

	Émissions d'actions			Émissions d'obligations			
	CLcor	SGFcor	Parq.	CL	SGFcor	Parq.tot.	Parq.cot.
1890			51			22	14
1891			18			160	155
1892	92		27	218		102	78
1893	74		33	190		58	57
1894	50		16	190		40	36
1895	224		155	172		45	40
1896	188		43	228		91	84
1897	186		45	163		88	80
1898	290		58	302		132	95
1899	572		121	315		84	82
1900	596		312	216		58	46
1901	346		125	300		90	53
1902	184		39	121		70	65
1903	239		69	163		66	58
1904	199		58	133		37	26
1905	457		199	171		31	24
1906	508		198	496		109	73
1907	590	567	187	302	475	93	60
1908	307	385	76	557	1093	117	90
1909	530	674	292	420	467	107	95
1910	579	622	207	681	771	168	111
1911	645	697	212	568	1368	303	236
1912	1043	1337	459	780	1223	258	187
1913	1045	890	420	1063	987	313	290
1914	nd	417	101	nd	461	189	98
1915	25	22	6	68	31	10	8
1916	149	56	18	242	153	116	84
1917	735	388	261	1102	949	442	301
1918	1226	507	293	677	582	400	208
1919	2869	1727	527	1439	1600	1193	556
1920	8036	4225	2536	3765	3705	1452	774
1921	3346	2358	837	2705	3092	1035	692
1922	2452	1373	557	2552	2252	570	422
1923	3756	2530	889	2684	2334	959	593
1924	6047	4533	1913	1132	1070	705	475
1925	4879	2824	1217	1116	1032	582	523
1926	5114	2754	804	2085	1722	670	425
1927	7248	3954	1824	2743	2609	1334	1068
1928	12386	7105	2417	3275	2802	1229	838
1929	17261	12518	6548	6308	5038	2213	1443
1930	9762	6324	4031	11513	11669	4846	3966
1931	4266	2033	696	7243	10238	2081	1728
1932	2364	1895	1238	4943	3372	506	234
1933	1989	907	534	2180	1925	570	355
1934	1519	1038	445	1847	1871	362	265
1935	1241	940	400	930	567	500	393
1936	455	593	304	651	515	236	200

Légende : Les statistiques d'émissions du Crédit lyonnais et de la SGF sont présentées ci-dessus après correction selon la méthode indiquée ci-dessus. Les émissions d'actions Parq. sont celles des sociétés cotées à partir de l'année de leur cotation (incluse). Les émissions d'obligations Parq.tot sont toutes les émissions d'obligations liées au parquet, c'est-à-dire soit les émissions d'obligations des sociétés cotées au parquet, soit les émissions d'obligations cotées au parquet de sociétés non cotées. Enfin, les émissions d'obligations Parq.cot. sont les émissions des sociétés cotées au parquet à partir de leur année de cotation (incluse). Elles correspondent donc aux mêmes sociétés et aux mêmes conditions que les émissions d'actions de la troisième colonne.

Annexe 1.2 : les nomenclatures sectorielles choisies

Les annuaires de la cote officielle classent les sociétés cotées dans des secteurs qui sont eux-mêmes constitués et transformés au fur et à mesure de l'élargissement de la cote.

La nomenclature ainsi constituée est donc variable, ce qui semble logique étant donné la transformation progressive de l'économie. S'ajoutent ainsi peu à peu à la dette publique initiale les assurances, les banques et sociétés immobilières (réunies), les canaux, les chemins de fer, les docks, les ports, la distribution d'eau, le textile, le gaz, la sidérurgie, les houillères, *etc.* La constitution de la cote se fait ainsi par strates, par sédimentation de générations successives de sociétés, sans que les places acquises soient jamais remises en cause par des agents de change conservateurs. Ainsi, les canaux, qui ont eu leur heure de gloire durant la première moitié du XIX^e siècle, gardent leur autonomie et l'une des premières places, alors même qu'ils sont pratiquement réduits au canal de Suez (et aux bons de liquidation de celui de Panama) du fait de la fin de la plupart des périodes de concession.

L'évolution de la liste des secteurs semble mêler plusieurs critères, et ne reflète pas mécaniquement l'évolution des admissions à la cote. En effet, la définition même des secteurs n'est pas évidente⁷⁰. Autant que son poids financier, la visibilité d'un secteur importe, c'est-à-dire à la fois son ancienneté et sa reconnaissance sociale (le fait de produire un service ou un bien directement consommé par la population est ainsi favorable⁷¹). Le nombre de sociétés rattachées à une activité, et leur taille, jouent également un rôle. Ainsi, quand l'électricité apparaît à la cote de la coulisse, elle est jointe au secteur docks et eaux, ce qui peut s'expliquer en terme d'analogie d'activité, qui relève dans les deux cas des services publics (les *utilities* anglo-saxonnes). Elle en est séparée quand son développement s'accélère à la fin du XIX^e siècle. Au parquet, c'est le textile qui reste initialement rattaché aux docks et eaux sous le titre significatif de "filatures", puis en est séparé malgré un très faible nombre de sociétés de relativement petite taille (3 en 1904, 4 en 1912) tandis que le reste du secteur confond des activités tout aussi hétérogènes. L'importance macro-économique du textile y est sans doute pour beaucoup, qui contraste avec le petit nombre de sociétés cotées.

Au début des années 1890, le secteur "divers" inclut tous les secteurs numérotés par nous ci-dessous à partir de 19 compris (sauf 21 et 22). Leur séparation aura lieu en deux temps : la chimie (plus précisément "phosphates, engrais, produits chimiques") prend son autonomie dès les premières années du siècle, tandis que ce n'est le cas des autres que dans les années 1920 avec la multiplication des admissions à la cote. Les "forges", houillères et autres mines sont également réunies au début de notre période, ce qui correspond d'ailleurs au fonctionnement de nombreuses entreprises intégrant la production depuis la mine jusqu'au produit métallurgique, voire au bien final. On peut ici penser que la distinction des secteurs se fait avec la spécialisation des activités, même si elle s'arrête assez tôt, sans séparer la métallurgie de transformation et la mécanique de la sidérurgie.

⁷⁰ On reconnaît ainsi dans la liste citée plus haut, valable à la veille de notre période, l'ordre approximatif de développement chronologique des secteurs économiques, mais aussi l'ordre de "noblesse", de valorisation subjective de ces secteurs dont on sait qu'il a imprégné jusque récemment (au moins) l'orientation des élites françaises : le service de l'État préférable à l'entreprise privée, les services financiers plus nobles que l'industrie, l'industrie lourde (sidérurgie, énergie) plus valorisante que l'industrie légère. L'électricité, lancée par les élites parisiennes, réussit une sorte de coup d'État en dépassant dès ses débuts le gaz, la sidérurgie et les houillères. Elle s'est ainsi intégrée aux secteurs valorisés, et y gagnera par exemple d'être parmi les premiers sur les listes de nationalisation. Une réflexion en termes de groupes de pression et de pouvoir économique pourrait être menée à partir de ce type de sources. Ce n'est cependant pas l'objet de notre étude. Sur ces questions de constitution de nomenclatures et leurs enjeux *cf.* par exemple INSEE (1977).

⁷¹ Témoigne négativement de ce fait le maintien durable de l'Air liquide, pourtant une des plus importantes sociétés françaises, dans le secteur "divers" près de trente ans après sa cotation.

Enfin, certains secteurs semblent victimes de leur faible ancienneté ou d'une possible rigidification de la cote. C'est le cas de ce que l'on appellerait aujourd'hui l'audiovisuel (photo, phono, cinéma), dont les sociétés restent dans les "divers" malgré leur importance, et y sont séparées des journaux (inclus dans l'imprimerie-papeterie avec l'agence Havas) et de la radiodiffusion (incluse dans l'électricité). De même, l'automobile reste parmi les divers jusqu'à la fin de l'entre-deux-guerres malgré la taille considérable des entreprises concernées et l'existence de sociétés de mécanique dans le secteur sidérurgie. La coulisse n'a pas le même conservatisme qui crée des secteurs particuliers pour ces deux types d'activité dès avant 1914.

C'est dire si l'homogénéité des secteurs ainsi constitués prête à discussion. Il y a d'ailleurs ambiguïté dans les séparations sectorielles effectuées par la cote officielle elle-même : ainsi, les tramways sont inclus dans le secteur chemins de fer, mais y sont séparés des compagnies interurbaines, ce qui revient à la création d'un sous-secteur de fait. Il en est de même pour les sociétés immobilières au sein des banques.

Pour chercher à mesurer les évolutions des différents secteurs sur l'ensemble de notre période, nous avons construit à partir de celle fournie par la cote officielle une nomenclature dont l'ordre reprend pour l'essentiel celui de l'*Annuaire* à la veille de la seconde guerre mondiale (les abréviations utilisées dans les régressions économétriques des chapitres 4 et 5 sont entre parenthèses).

1 : assurances (ass)	15 : sidérurgie (sid)
2 : banques (bq)	16 : mécanique et métallurgie (met)
3 : sociétés foncières et immobilières (imm)	17 : houillères (hll)
4 : canaux (can)	18 : mines métalliques (mmt)
5 : chemins de fer	19 : pétrole (pet)
6 : tramways (tra)	20 : chimie (chi)
7 : docks et ports (dck)	21 : transports terrestres (ttr)
8 : eaux minérales (eam)	22 : transports par eau et air (tmr)
9 : distribution d'eau (dea)	23 : alimentation (alm)
10 : production et distribution d'électricité (del)	24 : carrières et ciments (car)
11 : matériel électrique et de radio (mel)	25 : grands magasins (gmg)
12 : électricité : autres (ael)	26 : imprimeries et papeteries (imp)
13 : textile (txt)	27 : divers non mécaniques (div)
14 : gaz (gaz)	28 : divers mécaniques (dme)

Notre méthode a consisté à maintenir l'unité des secteurs définis par la cote officielle, quitte à définir des sous-secteurs quand cela nous a paru nécessaire. On ne trouvera donc pas de reconstruction de secteurs à partir de sociétés provenant de secteurs différents. Les principales subdivisions adoptées sont les suivantes.

- Les annuaires ne considèrent qu'un seul secteur "docks et eaux", alors que la différence d'activité comme de taille des entreprises semble imposer la distinction entre docks (auxquels nous avons rattaché la seule société exploitant en France du petit secteur "ports", dont l'activité semble bien proche de celle des docks⁷²), eaux minérales (liées aux stations de cures à l'époque plus qu'à la vente d'eau, mais que nous avons cependant considéré comme un bien de consommation), et distribution d'eau.

- Nous avons divisé le secteur "électricité" en trois sous-secteurs en fonction de l'activité principale, dans le but de séparer la fabrication de matériel électrique de la production et de la distribution de courant. Le troisième sous-secteur inclut les entreprises ne pouvant pas entrer exclusivement dans l'une des deux catégories précédentes, en particulier les grandes entreprises réalisant à la fois matériel et production de courant, mais aussi les sociétés de diffusion de radio. On peut s'attendre à une moindre homogénéité de ce dernier.

- Nous avons cherché à distinguer les entreprises du secteur sidérurgie-métallurgie en un groupe situé plutôt sur l'amont de l'activité de transformation (la sidérurgie) et un groupe situé

⁷² Il s'agit de Port et magasins de Paris-Austerlitz.

sur l'aval (métallurgie et mécanique). Cependant, la métallurgie est en réalité souvent présente au sein des entreprises sidérurgiques, de sorte que la distinction manque de précision. Cette difficulté est aggravée par le fait que notre séparation n'est souvent opérée (ici comme dans les autres cas) qu'en fonction des indications sur l'activité de l'entreprise publiées comme objet dans les annuaires de la cote, objet qui semble n'être jamais mis à jour par les sociétés quelles que soient les modifications de leur activité réelle.

- Nous avons également séparé les transports (secteurs 21 et 22) en terrestres d'une part (principalement fiacres, puis taxis et transports automobiles, les tramways et chemins de fer ayant des secteurs particuliers), et maritimes d'autre part (incluant également les transports fluviaux et aériens, ceux-ci d'ailleurs réduits à l'Aéropostale⁷³).

- En raison du petit nombre de sociétés concernées, nous n'avons pas séparé les sociétés de carrières de celles de BTP, ni les imprimeries des papeteries, ni les industries agro-alimentaires des hôtels et restaurants, malgré les différences importantes d'activité qui distinguent chaque fois les unes des autres.

- Par contre, nous avons cherché à séparer au sein des "divers" les sociétés dont l'activité se rattachait principalement à la transformation des métaux (divers mécaniques) des autres, critère qui nous a semblé le plus susceptible (hormis la taille) de fournir des indications intéressantes. Le fait de n'utiliser que les objets des sociétés inscrits dans l'*Annuaire* empêche d'ailleurs d'affiner davantage cette nomenclature.

Ces secteurs peuvent être ramenés à un nombre plus réduit de grands secteurs de la manière suivante :

Services : 1, 2, 3, 25

Transports : 4, 5, 6, 7, 21, 22

Biens d'investissement : 11, 15, 16

Biens intermédiaires : 9, 18, 20, 24

Énergie : 10, 12, 14, 17, 19

Biens de consommation : 8, 13, 23, 25, 26, 27, 28

Cette seconde nomenclature est proche de la nomenclature U de la comptabilité nationale, avec les différences suivantes : la sidérurgie, difficilement séparable de la métallurgie, a été considérée comme bien d'investissement et non intermédiaire, les industries agro-alimentaires, en nombre faible, ont été rattachées aux biens de consommation, et les grands magasins ont été rattachés aux services plutôt que de constituer un secteur commerce trop réduit).

L'utilisation conjointe des deux nomenclatures permet de maintenir le point de vue de l'époque tout en cherchant à voir dans quelle mesure les grands secteurs, dont l'homogénéité à de nombreux points de vue a été largement démontrée depuis, sont homogènes alors en matière de comportements financiers.

⁷³ On a préféré joindre l'Aéropostale aux transports par eau, en supposant qu'ils avaient en commun une intensité capitalistique et une taille plus élevées.

Annexe 1.3 : détail des valeurs cotées à la cote officielle de la Bourse de Paris

	1851	1861	1880	1891	1902	1913	1921	1927	1937
valeurs françaises									
Rentes	5721	9000	20385	26018	26029	25468	117291	153834	200523
Crédit National							7990	27014	24427
Collectivités locales	42	169	2055	1807	2211	2467	4536	6530	15751
Colonies				174	467	1078	1545	1991	14218
Chemins de fer	940	6723	14516	18550	19932	22954	28808	43617	100757
Crédit Foncier		215	2575	4355	4312	5884	8941	11706	18009
Autres sociétés	1007	1970	4705	6959	7182	8959	15816	29871	49445
Total nominal	7710	18077	44236	57863	60133	66810	184927	274563	423130
Total réel			46669	58850	64027	70104	158498	282896	378234
valeurs étrangères									
fonds d'États	1523	3138	33030	54367	61403	64894	54658	59905	
Chemins de fer	5	1717	6007	6530	7113	10438	10322	6639	
Autres sociétés	169	315	739	1204	1655	6113	4502	4168	
Total nominal	1697	5170	39776	62101	70171	81445	69482	70712	
Total réel			31515	51261	66093	70762	47052	112903	166032
Total général nominal	9407	23247	84012	119964	130304	148255	254409	345275	423130
Total général réel			78184	110111	130120	140866	205550	395799	544266

Légende : les capitalisations sont nominales (valeurs faciales des titres), sauf les deux totaux réels (calculés aux cours de Bourse) ; le premier totalise les valeurs françaises, le second l'ensemble des titres cotés, français et étrangers. *N.B.* : les chemins de fer incluent les emprunts des PTT après 1913, le Crédit foncier inclut les valeurs de docks et eaux, les rentes françaises incluent celles qui sont émises à l'étranger ainsi que les autres titres du Trésor, et le Crédit national inclut les autres emprunts garantis par l'État. Les données sont en millions de francs courants et en fin d'année, sauf 1921(30 avril), 1927 (31 mars) et 1937 (15 octobre). Source : Moreau-Néret (1939, p. 296).

Annexe 1.4 : Détail de la capitalisation boursière des titres français cotés à la cote officielle

	1 ^{er} juillet 1880			1 ^{er} juillet 1890			31 décembre 1899		
	nb	valeur nominale	valeur cotée	nb	valeur nominale	valeur cotée	nb	valeur nominale	valeur cotée
1°) Obligations									
Rentes françaises	8	20615	20233	6	25482,9	24437,7	7	26192,2	26080,8
Coll. locales fr. et CFF	38	3306	3275	54	7136,5	6272,8	78	7512,1	6636,1
Chemins de fer	89	13126	10039	92	16683,1	14349,2	99	17278,5	15709,1
Industrie	55	1022	888	68	1227,2	1157,9	133	1575,9	1408,7
2°) Actions									
Chemins de fer	55	1719	3755	37	1694,9	4304,2	65	1730,7	5152,5
Financières	46	939	2092	53	1341	2104	52	1468	2386
Assurance	35	111	714	47	158	609	44	117	787
Industrielles	140	1437	2066	167	1812	3067	269	2176	4835
Total	466	42275	43062	524	55535,6	56301,8	747	58050,4	62995,2
Titres non cotés (estim.)					3340	3340		3540	3540

Légende : les montants sont en millions de francs courants. Les titres non cotés sont estimés à 10% des titres cotés hors rente. Source : Théry (1900, pp. 25-28).

Chapitre 2

Marché financier et autofinancement

Nous avons vu au chapitre précédent que le recours des entreprises françaises au marché financier connaît un fort accroissement durant notre période. Plus précisément, l'augmentation des émissions d'actions et (dans une moindre mesure) d'obligations prouve que la croissance de la capitalisation des sociétés privées ne reflète pas seulement l'inscription à la cote d'entreprises familiales se transformant en sociétés par actions mais un véritable changement de forme de financement. Cependant, ces premiers résultats ne suffisent pas à comprendre les raisons de ce recours accru au marché. Cette augmentation globale reflète-t-elle uniquement la multiplication des sociétés ayant recours au marché, ou bien signifie-t-elle une augmentation du poids de celui-ci dans le financement de chacune d'elles ? La part du financement externe varie-t-elle selon les activités et les types d'entreprises ? La réponse à ces questions impose d'évaluer l'importance relative du financement de marché et de l'autofinancement, ce que les études existante ne fournissent pas. Aussi ce chapitre propose-t-il d'abord une nouvelle méthode dans ce but, avant d'en tirer les principaux enseignements.

I. UNE NOUVELLE APPROCHE DU FINANCEMENT

I. A. Limites des mesures agrégées

Avant l'établissement des premiers Tableaux des opérations financières⁷⁴ (en 1951), il existait peu d'études s'intéressant à l'ensemble des éléments du financement à long terme des entreprises qui fussent satisfaisantes à la fois conceptuellement et empiriquement. Concernant notre période, des positions opposées ont été affichées jusque récemment sur la place de l'autofinancement.

⁷⁴ Encore ceux-ci ne distinguent-ils pas les entreprises privées des publiques.

Certains auteurs voient dans le XIX^e siècle le règne du marché financier (qui aurait financé 70% des investissements entre 1873 et 1913 selon Goffin, 1967, p. 133), d'autres celui de la petite entreprise financée par ses profits et l'épargne de ses propriétaires bien plus que par un marché anonyme toujours cantonné à un rôle marginal. Cette dernière thèse, déjà soutenue dans les études sur le revenu national menées au début du siècle par Pupin (1916, 1919 a & b), Lescure (1936) ou Colson (1924-33), est désormais dominante (A. Beltran & P. Griset, 1994). Elle tend en revanche à négliger le rôle du marché financier. Seul l'entre-deux-guerres verrait en effet alors l'émergence, avec les grandes entreprises monopolistiques, d'un marché financier jouant un rôle important dans le financement de l'investissement.

G.-F. Teneul (1960) fut le premier à rassembler et synthétiser une documentation vaste et disparate, et à chercher à établir les parts respectives des différents moyens de financement dans une optique macro-économique se fondant sur les concepts de la comptabilité nationale de l'après-guerre. Ses résultats principaux sont en ce qui concerne les sociétés peu différents de ceux d'A. Vincent (1972), et sont largement repris par tous les auteurs (*cf.* F. Caron, 1974 ; P. Villa, 1991). Ils sont résumés dans le tableau 2.1.

Tableau 2.1 : Moyens de financement à long terme de l'investissement net de l'ensemble des sociétés françaises.

	autofin.	actions	obligations (dt h.cdf)	crédits à l.t.	Total	
1890	0,8 (71%)	0,125 (11%)	0,2 (18%)	(0,095)	0	1,125
1900	0,9 (55%)	0,5 (30%)	0,25 (15%)	(0,125)	0	1,65
1913	1,4 (48%)	0,85 (29%)	0,65 (22%)	(0,465)	0	2,9
1929	16 (50%)	10 (31%)	6 (19%)	(4)	0,33 (1%)	32,33
1938	14 (97%)	0,4 (a) (3%)	0	0	0	14,4

Légende : montants fournis par les différents moyen de financement, en flux nets dans l'année (en variations de stocks pour les crédits), en milliards de francs courants ; part du total de l'année entre parenthèses. Source : G.-F. Teneul (1960p. 152, complétée par pp. 77 ss).

(a) actions et obligations réunies ; en 1938, les émissions nettes d'obligations sont négatives.

N.B. a) l'autofinancement est mesuré comme la part des bénéfices non distribués ; il n'inclut pas l'autofinancement des entreprises individuelles ; b) les émissions d'actions et d'obligations sont les souscriptions nettes du public conformément aux règles de la comptabilité nationale ; les émissions d'actions sont réalisées presque entièrement par les sociétés hors chemins de fer, tandis que la part de ces sociétés dans les émissions d'obligations est fournie dans la colonne 4.

À lire ces chiffres, le marché financier aurait vu son rôle se développer fortement pour le financement des investissements privés après 1890, mais ce

développement se serait arrêté en 1914, les années 1920 représentant même probablement un recul puisqu'on sait que 1929 est une année d'émissions exceptionnellement importantes. Un examen attentif amènerait même à constater, comme l'indique F. Caron (1974, p. 125), que le développement de la part des actions est achevé vers 1900.

Ces résultats contredisent nos observations du chapitre précédent. Ils sont le signe des difficultés d'une approche macro-économique du problème du financement dans l'état actuel des recherches. Les mesures de G.-F. Teneul ne sont en fait pas suffisantes pour appréhender réellement le rôle du marché boursier dans le financement des entreprises. D'une part, elles ne sont construites que pour un petit nombre de dates, ce qui les soumet au risque de n'être pas représentative de l'ensemble de la période (d'autant plus que ces dates sont souvent des sommets conjoncturels). D'autre part, elles s'appuient sur nombre de données contestables : c'est le cas en particulier du recours au marché financier : l'auteur utilise les statistiques d'émission de la SGF en cherchant à les corriger (d'ailleurs assez grossièrement⁷⁵) ; ce faisant, il néglige les difficultés de la définition du marché financier que nous avons soulignées. Les incertitudes sont également grandes sur l'importance des crédits⁷⁶, sur celle du financement apporté par les entrepreneurs individuels (auquel il convient certainement de rattacher une part importante des émissions d'actions non cotées), et surtout sur celle de l'autofinancement, qui est en fait déduit par solde et cumule donc toutes les erreurs, d'autant plus que la mesure de l'investissement lui-même au niveau macro-économique est largement incertaine⁷⁷.

⁷⁵ Teneul considère qu'il peut tenir compte de l'absence des primes d'émission en multipliant les émissions nominales à chaque date par un même coefficient, ce qui ne tient pas compte de la différence de conjoncture entre les dates concernées, ni de la rupture qu'introduit l'inflation d'après guerre.

⁷⁶ Même les meilleures recensions laissent de côté un très grand nombre de banques régionales et locales et les banques privées ne publiant pas de bilan, qui sont encore parfois importantes à l'époque (cf. M. Saint-Marc, 1983 ; J.-P. Patat & M. Lutfalla, 1986). Le crédit interentreprises est presque toujours totalement ignoré alors même que son importance est considérable. Surtout, le rôle du crédit dans l'investissement est très mal connu (cf. ci-dessous).

⁷⁷ En ce qui concerne l'autofinancement, Teneul reprend pour l'avant-guerre les estimations (très incertaines) des travaux de Colson (1924-33) et de Pupin (1916). Il utilise également les données de Malissen (1953), qui, comme Marquis (1948), s'appuie sur des données fiscales pour approcher les profits des sociétés et leurs taux de rétention (via les impôts sur les bénéfices d'une part, sur les dividendes de l'autre). Malheureusement, ces dernières données ne sont disponibles qu'à partir de 1921 et sont notoirement insuffisantes du fait du caractère très contestable des données comptables sur lesquelles elle s'appuie en dernier ressort. La seule estimation de l'investissement a été tentée à partir d'hypothèses assez lourdes par J. Mairesse (1972).

L'approche de G.-F. Teneul permet pourtant probablement la meilleure évaluation macro-économique réalisable. Plus encore que ses incertitudes statistiques, c'est le caractère limité des explications qu'elle permet d'apporter sur notre sujet qui doit inciter à changer de point de vue. En effet, les mesures macro-économiques sont adaptées pour chercher à comprendre le mode de fonctionnement global d'une économie⁷⁸; elles sont ici trop frustes pour permettre de comprendre précisément les comportements des grandes catégories d'acteurs. Construites dans le cadre conceptuel de la comptabilité nationale des années 1950, elles sont en outre probablement inadaptées à une économie qui connaît des transformations structurelles que ce cadre n'est pas fait pour saisir, transformations qui sont particulièrement importantes en matière financière avec le passage de l'entreprise individuelle à la société anonyme et d'un financement familial à un financement de marché. Des concepts comme ceux d'investissement, d'autofinancement, de financement intermédié, sont largement dépendants d'une économie, celle des Trente glorieuses, dominée par des entreprises dans lesquelles les apporteurs de capitaux sont séparés des gestionnaires.

Notre période voit la transition vers ce modèle à partir d'une économie où le plus grand nombre des entreprises industrielles elles-mêmes sont familiales (mais non nécessairement petites), ce qui a des conséquences importantes sur leur recours au financement externe. En effet, la part des sociétés par actions dans la production industrielle augmente très fortement au cours de cette période du fait de la transformation de nombreuses entreprises individuelles ou sociétés en commandite.

À ce changement des formes sociales correspond probablement une modification des formes de financement des entreprises. Le nombre d'entreprises ayant la possibilité d'accéder au marché boursier se modifie très rapidement, ce qui pourrait à soi seul expliquer l'augmentation du poids des financements de marché, même en l'absence de tout autre changement chez les entreprises. On peut ainsi se demander si l'augmentation du rôle du marché financier que nous avons mesurée ne résulte pas de la cotation d'un plus grand nombre de sociétés plutôt que de l'importance accrue du financement de marché pour chacune d'elles.

Notre objectif étant non seulement de mesurer mais d'expliquer les modifications des structures de financement des entreprises, il est

⁷⁸ Par exemple, M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon (1985) sur le XIX^e siècle, P. Villa (1993) sur notre période.

indispensable de pouvoir réfléchir sur leur comportement, au moins pour examiner si elles bénéficient d'une liberté d'action en la matière ou s'adaptent passivement à l'offre de capitaux. Surtout, dans un contexte de changement important, il est nécessaire de faire l'hypothèse d'une grande variété de comportements des entreprises, quitte à leur chercher par la suite une plus grande unité.

Ainsi, la croissance de la part du marché financier dans le financement des entreprises à la fin du XIX^e et au début du XX^e siècles peut résulter soit d'une augmentation du nombre de sociétés cotées (développement extensif), soit d'une augmentation de la part du marché dans le financement des entreprises existantes (développement intensif, non exclusif du premier). Plus encore, un tel développement intensif pourrait lui même être interprété de différentes manières : est-il le résultat d'un choix de financement de ces entreprises entre modes de financement ? Et en fonction de quels paramètres ? Correspond-il à une croissance de leur taille, qui seule leur imposerait (ou leur permettrait) de recourir au marché public ? À la transformation des formes de pouvoir en leur sein (passage d'une propriété familiale empêchant l'ouverture du capital à une propriété dispersée, correspondant à l'émergence du pouvoir des gestionnaires) ? À la disparition des restrictions d'accès à la cote de la Bourse établies auparavant par les agents de change cherchant à maximiser leur rente de monopole ? À la diminution des profits assurant l'autofinancement ? À l'augmentation des investissements rendant celui-ci insuffisant ? Toutes ces explications possibles peuvent s'appliquer différemment selon les entreprises, de sorte que les évolutions constatées au niveau d'ensemble ne relèvent pas nécessairement d'une explication simple.

C'est pour répondre à ces questions et ainsi compléter les indications que fournissent les études macro-économiques que nous devons étudier le financement des sociétés cotées, seules entreprises pour lesquelles le financement de marché ait réellement un sens, et pour lesquelles les données individuelles que nous avons réunies permettent une approche approfondie.

I. B. Approche par la théorie financière

Jusqu'à présent, les études micro-économiques se sont appuyées principalement sur des données comptables, se heurtant à de grandes difficultés pour évaluer l'autofinancement du fait des variations de méthode comptable (que ce soit d'une entreprise à l'autre ou dans le temps au sein d'une même entreprise), des efforts de fraude fiscale à partir de la guerre et surtout

de l'absence presque totale de prise en compte de l'inflation malgré ses effets considérables sur les amortissements⁷⁹. Quand elles cherchent à combattre ces difficultés, elles s'épuisent dans la recherche du profit "réel" incluant les amortissements absents du bilan et les réserves occultes (volontaires ou non), profit qui seul permettrait de mesurer un taux d'autofinancement plus satisfaisant que celui que fournissent les chiffres officiels destinés aux actionnaires vulgaires (par exemple, J. Bouvier, F. Furet & M. Gillet, 1965).

À l'opposé de ces travaux, nous avons cherché à éviter tout recours aux données comptables en nous appuyant sur les données financières disponibles pour les sociétés cotées. Leurs avantages sont les suivants : à la différence de la mesure des amortissements ou des réserves diverses, et donc des bénéfiques, les opérations portant sur le capital social ou sur le montant des dettes sont clairement définies, ne sont pas modifiables au gré de l'entreprise et sont strictement surveillées. En outre, la valeur des titres cotés est déterminée sur un marché, qui en fournit la meilleure estimation possible, estimation qui inclut la valeur des profits retenus, si délicats à évaluer directement.

I. B. 1. Le principe

La méthode que nous nous proposons d'utiliser cherche à mesurer les variations de la valeur des actifs d'une entreprise et à en déduire le rôle des divers moyens de financement dans sa croissance. Elle s'appuie directement sur la théorie financière néoclassique, en ce qu'elle suppose que la capitalisation boursière des titres d'une société est une estimation sans biais de la valeur de ses actifs. Cette capitalisation totalise en effet les montants que devrait déboursier quiconque voudrait pouvoir disposer de l'ensemble des actifs de l'entreprise, ceux-ci entendus au sens le plus large d'actifs matériels, financiers ou immatériels (brevets, rentes monopolistiques sur un marché, compétences et talents des employés et des dirigeants, *etc.*). L'évolution de la valeur d'une entreprise au cours d'une période peut ainsi s'analyser de la manière suivante : a) dépréciation des actifs composant la valeur initiale ; b) acquisition de nouveaux actifs ; c) dépréciation de ces nouveaux actifs. Les acquisitions de nouveaux actifs peuvent être financées soit par l'endettement, soit par des augmentations de capital en numéraire, soit par autofinancement ; enfin, la création d'actions nouvelles en paiement d'actifs apportés en nature à la société lors de fusions ou d'acquisitions constitue également un moyen

⁷⁹ Pour des exemples de telles études, cf. Grangé (1943), Marquis (1948), M. Lévy-Leboyer (1980).

d'accroître les actifs et donc la valeur de l'entreprise. Si on suppose que toutes ces opérations financières sont affectées à des acquisitions d'actifs (matériels ou non), et qu'à long terme la valeur de ces actifs ne s'écarte pas sensiblement de leur prix d'acquisition (ce qui équivaut à écrire que la valeur du q de Tobin ne s'écarte pas durablement de 1), on peut écrire pour toute entreprise :

Valeur finale = valeur initiale + endettement nouveau + augmentations du capital en numéraire + apports en nature + autofinancement

Grâce à la même hypothèse reliant valeurs financières et actifs réels, on peut également actualiser à une date quelconque la valeur de ces différents éléments : il suffit pour cela de leur appliquer un taux d'amortissement diminué du taux de variation des prix des actifs en question (en effet, un actif réel d'une part s'use et est sujet à obsolescence, mais d'autre part n'est pas victime de l'érosion monétaire). Connaissant tous les éléments de cette équation à l'exception du dernier, nous sommes en mesure de calculer *ex post* l'autofinancement de l'entreprise. On aura ainsi, en francs de l'année finale n :

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

Où $A_{1,n}$ est la valeur de l'autofinancement durant la période de 1 à n , V_t la valeur de l'entreprise à la date t , D_t , K_t et N_t respectivement les montants des flux d'endettement, d'émissions en numéraire, d'apports en nature à la date t , d_t et p_t respectivement le taux de dépréciation des actifs et la variation de leurs prix entre les dates t et n .

Du fait qu'elle repose sur la comparaison de deux capitalisations boursières, cette méthode n'est manifestement pas adaptée à la mesure de l'autofinancement sur une courte période. En effet, les variations à court terme des cours de Bourse risquent d'être éloignées de celles des actifs de l'entreprise, ce qui pourrait entraîner des valeurs aberrantes de l'autofinancement. En revanche, sur le long terme, elle permet certainement une mesure beaucoup plus juste que celle qu'autorise la comparaison de bilans tenus selon des méthodes inconnues, variant dans le temps comme d'une entreprise à l'autre. Autrement dit, devant les difficultés de mesure des flux de financement annuels, nous nous sommes reporté sur une mesure en stock, qui ne dit rien sur la conjoncture, mais permet de mieux comprendre les transformations structurelles du système financier.

I. B. 2. Défense et illustration

Notre objectif est donc de réaliser une estimation des parts respectives des financements externes et internes dans la croissance de la valeur des entreprises à long terme. Plusieurs remarques doivent être faites à ce propos.

- Tout d'abord, le choix des taux de dépréciation et des indices de prix acquiert dans une telle perspective une importance considérable. Nous reviendrons plus loin en détail sur ce point.

- Ensuite, il convient de centrer l'étude sur les moyens de financement à long terme, les seuls dont on sache avec certitude qu'ils servent à l'investissement. Cette hypothèse, que nous partageons avec nombre d'études du financement de l'investissement (et qui est en outre imposée par l'absence de données satisfaisantes sur les crédits bancaires aux entreprises), est d'autant plus légitime que le crédit aux sociétés est avant 1940 constitué soit de crédit commercial inter-entreprises, soit de crédit bancaire par escompte de papier commercial : dans les deux cas, c'est essentiellement le fonds de roulement qui est concerné et non le compte de capital, à la différence de ce qui se produira après 1945. Or, l'endettement à court terme varie très fortement en fonction des tailles et des secteurs d'activité des entreprises sans lien direct avec leurs besoins de financement à long terme (Marsh, 1982).

Cette hypothèse s'accorde également bien avec l'aversion pour le risque que l'on prête généralement aux entrepreneurs français de cette époque. Pour ceux-ci, immobiliser durablement un crédit de court terme (pour lequel, par définition, on n'a jamais de garantie de renouvellement) entraîne un risque financier considérable, qui s'ajoute à des risques réels déjà importants du fait de l'instabilité macro-économique de l'époque. Symétriquement, les banques financent rarement directement les investissements des entreprises (M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, 1985, p. 306). Les banques de dépôt se refusent à toute transformation des dépôts à court terme qui composent l'essentiel de leur passif, tandis que les participations et les crédits à long terme des banques d'affaires ne sont pas en général destinés aux sociétés cotées, la cotation leur permettant au contraire de se dégager, en général avec plus-value, de leurs placements antérieurs. (cf. chapitres 6 et 7). Enfin, le crédit bancaire à long terme est considéré par tous les auteurs comme très faible à l'époque (selon G.-F. Teneul, il atteindrait à son maximum de notre période, en 1929, environ 1% du financement global des sociétés).

On pourrait opposer à cette hypothèse le fait que les banques ont parfois financé des investissements par le renouvellement de crédits à court terme. S. Nishimura (1992) affirme que cette pratique était répandue et soutenue par la Banque de France elle-même. Selon lui, cette pratique aurait pu financer près de 10% des investissements français à la veille de 1914. Cependant, outre que ce chiffre est obtenu par une extrapolation quelque peu audacieuse de résultats très partiels et en partie discutables, il est clair pour l'auteur lui-même que ce sont surtout les petites et moyennes entreprises qui sont les bénéficiaires de ces crédits. En effet, les grandes entreprises comme les entreprises cotées sont rarement clientes des banques locales et régionales qui accordent les prêts en question, ce d'autant plus que la cotation a justement souvent pour objectif de permettre à des commanditaires désireux de se retirer en liquidant leurs participations ou à des banquiers trop engagés de consolider leurs créances⁸⁰.

On peut d'ailleurs penser que les banques pourraient difficilement proposer à ces entreprises des taux d'intérêt plus bas que ceux qu'elles trouvent sur le marché du fait du coût d'intermédiation qu'elles ont à supporter⁸¹. Si les banques financent donc parfois l'investissement des sociétés cotées, ce ne peut donc être qu'à court terme ; plus encore que refinancés par la Banque de France, ces crédits sont consolidés par des émissions d'obligations. Ils permettent ainsi surtout aux entreprises d'attendre le meilleur moment pour émettre sur un marché financier dont les évolutions conjoncturelles sont très marquées⁸².

À l'échelle globale, on peut ajouter que le rôle des banques dans le financement des entreprises cotées (que ce soit à long terme ou même en crédit à court terme renouvelé et utilisé pour l'investissement) n'atteint probablement pas la part du montant des émissions de titres des banques qui est employé en actifs financiers et non réels. D'un point de vue consolidé, il ne serait donc pas

⁸⁰ M. Lévy-Leboyer & M. Lescure (1991), qui envisagent également un tel engagement des banques régionales, voire de la Banque de France à leur côté, arrivent à une conclusion similaire.

⁸¹ À l'opposé de cette discussion, on peut noter que certaines entreprises ont parfois, en particulier en période d'inflation, financé leur fonds de roulement par des émissions de titres. Cette pratique de transformation inversée semble cependant avoir été exceptionnelle.

⁸² La relation entre le montant des émissions d'obligations et la prime du taux des obligations à l'émission sur le taux d'escompte de la Banque de France est très nettement négative sur données annuelles. Les entreprises arbitrent donc probablement fréquemment à court terme entre endettement à court et à long terme. Mais cet arbitrage n'est que conjoncturel : dès que les taux obligataires baissent, ce ne sont pas seulement les besoins financiers du moment qui sont satisfaits, mais également ceux des périodes antérieures, par une consolidation des crédits précédents. En témoigne par exemple le fait que la prime du taux des obligations considérée ci-dessus n'est en rien corrélée avec la part des obligations dans le financement des investissements (série IE de P. Villa, 1993) : à long terme, les investissements sont toujours financés par des ressources longues.

gênant que les sociétés cotées non bancaires aient financé sur des ressources d'origine bancaire une part de leurs actifs. Nous proposerons d'ailleurs dans nos résultats agrégés une estimation ôtant les banques des entreprises dont nous mesurerons la structure de financement.

Enfin, les crédits spéciaux et les dommages de guerre accordés en vue de la reconstruction après 1918 ne sont pas inclus dans les financements reçus par les entreprises : nous faisons l'hypothèse (difficilement évitable) que leurs montants compensent exactement les destructions d'actifs occasionnées par la guerre, de sorte que l'opération est blanche pour les entreprises.

- Dernière remarque : dans une perspective de long terme, le montant brut des financements externes est beaucoup plus significatif que leur montant net. En effet, il ne s'agit pas dans cette perspective d'évaluer dans quelle mesure des apports nets de capitaux extérieurs ont contribué au financement des investissements à un instant donné, mais d'estimer leur rôle dans la croissance de long terme des entreprises, c'est-à-dire la masse de capitaux qui a pu être mobilisée pour subvenir aux investissements. Dans le long terme, il est évidemment nécessaire que le capital investi fournisse un rendement permettant de payer l'intérêt de ces financements externes, faute de quoi la société serait mise en faillite par ses débiteurs ou abandonnée par ses actionnaires. À la différence d'une étude de court terme, il convient donc dans une étude structurelle de considérer intérêts et dividendes comme des coûts de l'entreprise, auxquels elle ne peut pas échapper sous prétexte d'autofinancer des investissements nouveaux. On peut alors mesurer les besoins de financement externe une fois ces coûts assumés⁸³.

Si cette approche est naturelle dans le cas des intérêts de la dette, elle peut sembler plus audacieuse dans celui des dividendes, puisqu'elle revient à supposer que les entreprises n'arbitrent pas entre rétention de bénéfices et émissions d'actions. On peut cependant trouver de nombreux arguments en ce sens dans la pratique des affaires de l'époque. Le premier est l'existence du dividende statutaire (*cf.* chapitre 1), dont le paiement est loin d'être négligeable à une époque où l'inflation ne diminue pas la valeur nominale du capital, et où le montant de celui-ci est souvent important du fait de la difficulté de trouver des prêteurs hors de l'entreprise. D'autre part, si la distribution d'un dividende supplémentaire ne peut pas être considérée juridiquement comme une obligation de l'entreprise, nombre d'actionnaires cherchent, jusque par des

⁸³ On trouve chez Goldsmith (1970, p. 399) des remarques favorables au type de mesure que nous réalisons ici.

procès, à imposer la distribution complète des bénéfices (*cf.* chapitre 5). Au total, la liberté de fixation du dividende est probablement faible⁸⁴.

II. LA CROISSANCE DU FINANCEMENT EXTERNE

II. A. Résultats essentiels

La méthode que nous venons d'exposer requiert de mesurer la valeur totale des entreprises, valeur qui peut être considérée comme étant égale à celle de l'ensemble des droits aux bénéfices ; nous l'avons mesurée au chapitre précédent. Elle exige d'autre part le détail des mouvements de capitaux entre les entreprises et le marché financier, également reconstitué ci-dessus. La valeur des apports en nature payés en actions a été estimée grâce aux cours de celles-ci⁸⁵. Conformément au principe énoncé ci-dessus selon lequel seuls importent les montants bruts apportés par les actionnaires ou créanciers aux entreprises, nous n'avons pas déduit des montants apportés les rachats ni les remboursements d'obligations ou d'actions (à l'exception des remboursements anticipés d'obligations réalisés en vue de modifier le seul taux d'une dette, *cf.* chapitre 1). Enfin, nous avons repris les durées d'amortissement de P. Villa (1993).

Cette méthode a été appliquée pour comparer le financement des entreprises au cours de deux périodes de durée similaire : 1891-1913 et 1913-1936 (des périodes plus courtes seront étudiées plus loin). Dans chaque cas,

⁸⁴ On peut cependant tenter d'estimer dans quelle mesure les entreprises arbitrent entre restriction du dividende et émission de titres nouveaux. Cet arbitrage peut très approximativement être approché par le montant des dividendes au delà de "l'intérêt du capital". De 1892 à 1913, pour les 139 sociétés cotées sans interruption, le montant actualisé des dividendes dépassant le simple dividende statutaire (supposé être de 5% du nominal) dépasserait un milliard de francs 1913, soit davantage que le montant total des émissions d'actions de ces sociétés durant la même période. Cette estimation grossière (fondée sur le taux moyen de dividende du marché estimé par la SGF, appliqué à la capitalisation boursière des sociétés de notre panel) est certainement exagérée du fait que le taux de dividende de la SGF inclut les rendements très élevés des sociétés exploitant à l'étranger (dont le dividende comporte une prime de risque importante). Surtout, elle est évidemment très supérieure aux montants que les sociétés peuvent réellement affecter librement, mais donne une indication sur les choix de financement effectués par les entreprises à l'époque. Malheureusement, la perte totale de signification de l'intérêt statutaire du fait de l'inflation empêche de réaliser une estimation comparable après 1914.

⁸⁵ Dans un petit nombre de cas cependant, notre source indique une estimation des apports, que nous avons alors utilisée de préférence à la valeur de marché des actions fournies en paiement.

l'ensemble des entreprises demeurées inscrites à la cote officielle pendant toute la période a été pris en compte, à l'exception du Crédit foncier et des sociétés de chemins de fer. Les deux groupes ainsi formés comptent respectivement 139 et 274 sociétés. L'importance de ces entreprises par rapport à l'ensemble de la cote peut être appréciée dans le tableau 2.2. Quelques éléments indicatifs de la taille de ces entreprises sont également fournis dans le tableau 2.3.

Les résultats principaux concernant le financement de ces entreprises sont fournis par secteur d'activité et par taille dans le tableau 2.4.

Tableau 2.2 : Importance des deux groupes d'entreprises cotées sans interruption par rapport à l'ensemble de la cote officielle

	nombre de sociétés		capitalisation actions		capitalisation oblig	
	groupe	total	groupe	total	groupe	total
Groupe 1 (130 soc.)						
1891	139	182	4246	4564	770	1020
1901	139	286	5224	7621	962	1403
1913	139	336	7013	13189	1030	2109
Groupe 2 (274 soc.)						
1913	274	336	12084	13189	1918	2109
1928	274	602	10953	17891	1048	1711
1936	274	607	6797	11147	1213	2205

Légende : les capitalisations boursières incluent les actions, les parts de fondateurs et les obligations (y compris les titres non cotés), et sont mesurées en millions de francs 1913.

**Tableau 2.3 : distribution par secteur et par taille
des deux groupes d'entreprises cotées sans interruption**

139 sociétés cotées de 1891 à 1913												
	Caractéristiques en 1891						Caractéristiques en 1913					
	nb	moy	distribution par taille				moy	distribution par taille				
			>50	30-50	15-30	< 15		>100	50-100	30-50	15-30	< 15
services	52	51	27	8	25	40	91	15	10	13	25	37
transports	16	44	38	0	19	44	58	25	13	19	6	38
b. de consom.	24	14	4	8	8	79	22	4	13	0	25	58
b. d'invest.	12	13	0	8	25	67	44	8	25	17	25	25
b. interm.	12	28	8	8	25	58	37	8	17	0	33	42
énergie	23	31	26	9	17	48	41	9	26	17	17	30
total	139	35	20	7	20	53	58	12	15	12	22	39

274 sociétés cotées de 1913 à 1936													
	Caractéristiques en 1928						Caractéristiques en 1936						
	nb	moy	distribution par taille					moy	distribution par taille				
			>100	50-100	30-50	15-30	< 15		>500	100-500	50-100	15-50	< 15
services	79	74	14	13	14	23	37	124	6	22	24	28	20
transports	29	42	14	10	17	21	38	53	0	21	10	31	38
b. de consom.	46	22	2	17	4	17	59	90	7	15	13	15	50
b. d'invest.	35	40	6	23	17	17	37	99	0	29	29	29	14
b. interm.	24	34	8	8	4	29	50	200	13	13	8	42	25
énergie	61	61	16	20	18	20	26	229	13	48	7	15	18
total	274	51	11	16	13	21	39	138	7	26	16	24	26

Légende : la taille est mesurée par la capitalisation boursière (actions, parts et obligations, y compris les titres non cotés) en francs courants. Moy. est la taille moyenne des sociétés cotées. La répartition par taille des sociétés de chaque secteur est en pourcentages (par exemple, 27% des 52 sociétés de services cotées de 1891 à 1913 ont une capitalisation en 1891 supérieure à 50 millions).

Légende du tableau 2.4

Pour chaque période de la date 1 à la date n.

Colonnes 2 et 5 : valeurs boursières, *i.e.* capitalisations des actions et obligations (soit V_1 et V_n) en millions de francs courants (y compris titres non cotés).

Col.4 et 6 : part des actions et parts de fondateurs dans ces capitalisations.

Col.3 : valeur en fin de période des actifs en place en début de période, en millions de francs de fin de période, soit $val.1 = V_1 \cdot (1 - d_n + p_n)$.

Les autres indicateurs sont en pourcentages :

Col.7 : croissance en francs constants au cours de la période, en %,

soit $crois = 100 \cdot [V_n / (V_1 \cdot p) - 1]$, où p est l'indice des prix de détail : 0,93 entre 1891 et 1913 et 4,71 entre 1913 et 1936.

Col.8 : part de la valeur en fin de période provenant des actifs en place au début, en %, soit $orig. = val.1 / V_n$. On notera que lorsque cette part est supérieure à 100%, la société a vu son actif baisser au delà de la dépréciation des actifs initiaux, ce qui correspond à une désaccumulation de capital.

Col.9 : part des apports dans la croissance de l'entreprise,

soit $\sum N_t \cdot (1-d_t+p_t) [V_n - V_1(1-d_n+p_n)]$.

Col.10 à 12 : parts des différents moyens de financement dans la croissance nette d'apports. Ainsi, pour les actions, action = $\sum K_t \cdot (1-d_t+p_t) / [V_n - V_1(1-d_t+p_t) - \sum N_t \cdot (1-d_t+p_t)]$. L'autofinancement est égal à la différence entre la variation totale et le montant des financements externes, soit autof=1-action-oblig.

Les classes de taille sont mesurées par la valeur boursière en début de période (V_1)

Tableau 2.4 : financement des sociétés cotées sans interruption de 1891 à 1913

secteurs	nb	capitalisations boursières						financements				
		2 V 1891	3 val. 1891	4 % act.	5 V 1913	6 % act.	7 crois	8 orig	9 app	10 act.	11 oblig	12 autof
Assurances	33	690	115	100	850	100	14	14	0	1	0	99
Banques	13	1689	282	100	3625	100	99	8	0	16	0	84
Soc. fonc. et immob	5	236	39	69	202	65	-21	19	0	3	13	84
Canaux	1	0	0	100	0	100	-52	44	0	0	0	100
Tramways	2	36	8	43	194	59	393	4	4	31	30	39
Docks et ports	5	144	33	61	127	61	-18	26	1	0	4	96
Eaux minérales	2	58	14	87	69	97	10	20	1	6	-4	98
Distribution d'eau	3	207	36	66	283	72	27	13	0	0	18	82
Distrib. d'électricité	2	20	5	65	66	32	208	8	18	30	53	17
Divers électriques	1	5	1	59	20	100	304	6	0	0	-3	103
Textile	2	21	5	95	38	100	65	13	0	21	0	79
Gaz	9	321	87	59	405	61	17	22	4	11	21	68
Sidérurgie	5	87	19	94	369	84	293	5	6	7	16	77
Mécanique	7	74	16	72	154	74	92	11	0	15	21	64
Houillères	11	372	101	95	457	91	14	22	2	3	7	90
Mines métalliques	1	0	0	100	1	100	86	9	0	0	0	100
Chimie	6	109	19	93	134	94	14	14	0	1	1	98
Transports terrestres	2	176	41	47	242	58	27	17	0	39	45	17
Transports marit.	6	343	79	52	365	30	-1	22	0	11	44	45
Alimentation	6	70	13	83	124	89	66	10	0	8	4	88
Carrières et ciments	2	15	3	100	29	100	73	9	0	0	0	100
Grands magasins	1	41	10	100	66	86	49	14	0	15	16	68
Imprim. et papet.	6	143	34	96	131	99	-15	26	0	1	1	98
Divers non méca.	6	34	8	62	40	84	9	20	0	11	4	85
Divers mécaniques	2	19	4	85	135	91	573	3	0	9	5	87
Services	52	2657	446	97	4744	98	66	9	0	13	1	86
Transports	16	700	162	52	928	48	23	17	1	22	36	42
B. d'investissement	12	162	36	84	523	81	200	7	5	10	17	73
B. intermédiaires	12	332	57	76	446	81	25	13	0	0	11	88
Énergie	23	717	195	78	949	74	23	21	4	8	16	76
B. de consommation	24	344	78	88	536	93	45	14	0	8	2	90
V 1891 < 5	31	79	17	83	222	90	161	8	5	11	5	84
5 à 10.	27	206	43	85	498	86	124	9	2	8	12	80
10 à 25.	37	617	124	86	1213	85	82	10	2	9	11	80
25 à 50	16	580	122	89	763	84	22	16	2	10	14	76
50 à 100	18	1282	260	88	1860	89	35	14	0	15	6	80
100 à 200	8	1017	219	60	1878	77	71	12	1	22	12	66
>=200	2	1130	189	100	1693	100	39	11	0	4	0	96
Total	13 9	4911	974	83	8127	87	54	12	1	12	8	80
Total hors banque	12 6	3222	692	78	4502	77	30	15	2	9	15	77

Tableau 2.4 (suite) : financement des sociétés cotées sans interruption de 1913 à 1936

secteurs	nb	capitalisations boursières						financements				
		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		V 1913	val. 1913	% act.	V 1936	% act.	crois	orig	app	act.	oblig	autof
Assurances	43	979	491	100	2398	100	-48	20	3	11	0	89
Banques	19	4082	2045	99	5740	100	-70	36	3	37	0	63
Soc. fonc. et immob	10	382	192	58	612	75	-66	31	0	12	20	68
Tramways	12	431	365	69	456	77	-78	80	0	53	45	3
Docks et ports	6	130	110	62	225	93	-63	49	0	7	-6	98
Eaux minérales	5	94	93	90	234	99	-47	40	1	14	0	85
Distribution d'eau	3	283	188	72	1968	83	48	10	28	16	21	63
Distrib. d'électricité	28	1287	1512	70	7981	73	32	19	10	29	35	35
Matériel électrique	4	44	34	80	207	85	-1	17	22	40	15	46
Divers électriques	3	239	281	73	721	76	-36	39	14	128	45	-73
Textile	4	44	43	96	82	100	-60	52	0	128	-3	-25
Gaz	12	584	686	68	2550	86	-7	27	3	16	14	69
Sidérurgie	15	980	755	86	2338	67	-49	32	8	53	45	2
Mécanique	16	386	298	82	935	79	-49	32	10	64	31	5
Houillères	17	1575	1850	96	2629	94	-65	70	10	71	24	5
Mines métalliques	2	37	24	87	49	77	-72	50	0	81	37	-18
Pétrole	1	24	28	83	79	61	-31	36	0	244	65	-209
Chimie	14	453	302	95	2683	95	26	11	7	30	4	66
Transports terrestres	4	267	227	60	303	46	-76	75	23	35	141	-76
Transports marit.	7	378	320	31	546	22	-69	59	1	196	264	-360
Alimentation	8	236	164	86	1194	96	8	14	2	11	3	85
Carrières et ciments	5	49	33	88	112	93	-51	29	14	121	24	-45
Grands magasins	7	386	355	86	1042	70	-43	34	0	38	37	24
Imprim. et papet.	9	187	185	97	454	99	-49	41	6	41	3	56
Divers non méca.	14	206	204	85	1297	87	33	16	4	37	10	53
Divers mécaniques	6	256	254	95	895	99	-26	28	0	18	1	81
Services	79	5830	3082	95	9793	95	-64	31	3	28	5	67
Transports	29	1206	1022	55	1530	53	-73	67	4	106	145	-150
B. d'investissement	35	1411	1086	84	3480	72	-48	31	9	55	39	6
B. intermédiaires	24	821	547	86	4811	90	24	11	16	27	11	62
Énergie	61	3710	4358	81	13959	80	-20	31	8	36	30	34
B. de consommation	46	1024	944	91	4156	95	-14	23	3	25	5	70
V 1913 <5	47	131	115	83	560	88	-9	21	8	30	15	55
5 à 10.	30	220	170	83	671	93	-35	25	50	65	19	16
10 à 25.	76	1287	1010	86	5645	84	-7	18	4	36	18	46
25 à 50	48	1749	1461	72	5746	84	-30	25	8	25	18	57
50 à 100	43	2830	2481	82	11072	80	-17	22	12	32	23	45
100 à 200	18	2435	2126	76	4808	86	-58	44	4	52	31	18
200 à 500	9	2840	2418	91	5685	85	-57	43	1	43	30	27
>=500	3	2509	1257	100	3542	100	-70	35	0	20	0	80
Total	27	14001	11039	84	37728	85	-43	29	7	34	21	45
Total hors banques	4	9920	8994	81	31988	82	-32	28	8	34	24	42

On peut trouver dans ces tableaux : 1°) les valeurs des groupes d'entreprises considérés en début et en fin de période (en francs courants), leur répartition entre capitalisation des actions et des obligations, ainsi que la valeur en fin de période des actifs présents en début de période (en utilisant la méthode d'actualisation indiquée ci-dessus) ; la croissance de la valeur des entreprises, mesurées en francs constants sur la période, est également indiquée ; 2°) la part que représente dans la valeur finale celle des actifs présents en début de période, et la part des actifs apportés lors de fusions ou d'absorptions, représentant la croissance externe des entreprises⁸⁶ ; 3°) les parts des actions, des obligations et de l'autofinancement dans le financement de la croissance des entreprises une fois déduite cette croissance externe.

Les résultats obtenus semblent cohérents avec les traits principaux de l'histoire financière de la période et les ordres de grandeur des parts des divers moyens de financement semblent raisonnables, ce qui confirme la validité de notre méthode. Un examen détaillé des hypothèses faites pour l'estimation de ces parts, ainsi que des évaluations des ordres de grandeur des erreurs possibles, sont proposés en annexe. Il en découle que les résultats qui suivent sont robustes face à toutes les modifications raisonnables des hypothèses.

II. A. 1. La croissance des sociétés cotées sans interruption

Avant 1914, les 139 sociétés étudiées connaissent une croissance de leur valeur (en francs constants) de 1,9% par an en moyenne (1,1% sans les banques), soit une augmentation proche de celle de la production industrielle (2,3%). En l'absence de variation de la fiscalité et dans un contexte de taux d'intérêt relativement stables, cette croissance reflète le développement de ces sociétés. On en déduit que la croissance de la capitalisation constatée au chapitre précédent ne résulte pas seulement de l'admission de sociétés nouvelles mais également du développement des anciennes.

Cette croissance est présente dans presque tous les secteurs, les exceptions étant des secteurs anciens en déclin comme les canaux, docks et ports, mais aussi les sociétés immobilières, les transports maritimes et l'imprimerie-papeterie. Elle est particulièrement rapide dans l'électricité, les tramways, la

⁸⁶ Il faut préciser que toutes les absorptions réalisées par une société n'apparaissent pas nécessairement ici : c'est seulement le cas de celles dont les apports ont été rémunérés par des actions nouvelles de la société absorbante. Des acquisitions réalisées par rachat pur et simple des titres sont donc exclues, ou plutôt ne sont traitées que comme des achats d'actifs parmi d'autres.

sidérurgie et les divers mécaniques, secteurs qui soit apparaissent à l'époque (et dont les entreprises pionnières connaissent donc un développement rapide), soit qui connaissent alors un renouveau. Les sociétés de toutes tailles participent à cette croissance, même si les plus petites sont plus dynamiques.

Après 1913, la croissance des entreprises devient plus difficile à mesurer : comme on l'a vu a chapitre 1, l'augmentation de la fiscalité et la variation des taux d'intérêt entraînent une séparation entre l'évolution de la valeur des titres pour l'épargnant (que mesure la capitalisation) et celle de la valeur ajoutée de l'entreprise. La valeur des 274 sociétés cotées de 1913 à 1936 connaît ainsi une forte baisse de 1913 à 1936 (2,3% par an, 1,6% sans les banques, contre un recul de 0,6% pour la production industrielle).

Naturellement, les mauvais résultats de l'entre-deux-guerres sont dus pour partie à la crise des années 1930. Cependant, s'ils sont rudes pour les épargnants, ils ne correspondent pas à une diminution de la capacité productrice des entreprises concernées. En reprenant la méthode utilisée au chapitre 1 permettant d'estimer celle-ci en ôtant les effets de la fiscalité et des taux d'intérêt, les 37,7 milliards de capitalisation boursière en 1936 deviennent 118,9 milliards, ce qui conduit à une croissance réelle de 2,6% par an (et près de 3,5% sans les banques)

Il est donc difficile d'affirmer que, même à l'issue de la crise des années 1930, les entreprises cotées depuis 1913 aient vu diminuer leur capacité à produire des bénéfices et de la valeur ajoutée. Soit que leur développement ait été très rapide dans les années 1920, soit qu'elles résistent mieux à la crise que le reste de l'économie, ce sont les secteurs industriels et la production d'énergie qui réussissent le meilleur parcours : c'est le cas des secteurs relativement protégés que sont l'énergie (la distribution d'électricité au premier rang) ou la distribution d'eau, mais aussi de certaines industries de biens de consommation (industries alimentaires et industries diverses non mécaniques) et de biens intermédiaires (en particulier la chimie). À l'inverse, les secteurs en recul sont ceux qui dominaient la Bourse avant 1914 : banques, sociétés immobilières, transports. S'y ajoutent des secteurs anciens comme le textile ou les charbonnages qui ont tenté une entrée en Bourse tardive sans qu'elle leur permette de lutter contre le recul général de leur activité.

Ces résultats ne suffisent pas à affirmer que c'est leur présence sur le marché financier qui a permis aux secteurs modernes et en particulier aux petites entreprises industrielles d'obtenir ces résultats. Ils montrent en tout cas qu'elle ne les a pas pénalisés par rapport au reste de l'économie.

II. A. 2. Le financement

L'évolution du rôle du marché dans le financement des entreprises permet une conclusion plus nette.

L'autofinancement est largement dominant avant 1914, puisqu'il représente 80% du financement des entreprises cotées depuis 1891, contre 12% pour les actions et 8% pour les obligations. Cette domination de l'autofinancement est présente dans la plupart des secteurs, et plusieurs n'ont même recours à aucun financement externe⁸⁷. Les seuls où la part de l'autofinancement est faible sont les transports (tramways, transports terrestres et maritimes) et la distribution d'électricité⁸⁸, probablement à la fois du fait de forts besoins en financement initial (précédant le début de l'exploitation), de l'intervention de l'État sur les tarifs (qui limite les profits), et de la garantie explicite ou implicite qu'il accorde aux dettes, et qui facilite le placement d'emprunts. Dans tous les autres secteurs, elle est supérieure à 64%, de même que dans toutes les classes de taille des sociétés. Parmi les financements de marché, la polarisation des secteurs vers un instrument préféré est nette : les actions sont largement dominantes pour les banques et les biens de consommation (textile, alimentation, divers), tandis que les obligations sont le moyen de financement externe préféré des autres secteurs industriels et des transports. Seuls les tramways, les transports terrestres et les grands magasins sont partagés à peu près également entre les deux catégories de titres.

Les parts des principaux moyens de financement changent fortement après 1914. Malgré les années de guerre, durant lesquelles l'appel au marché financier a été pratiquement impossible et les bénéfices sont réputés avoir été colossaux, l'autofinancement perd une part considérable de son importance au profit des émissions de titres. Les émissions d'actions sont les bénéficiaires majeures de ce changement, puisque leur part dans le financement des sociétés autres que les banques est presque multipliée par quatre.

⁸⁷ Ici comme plus loin, on combine en général plusieurs indicateurs pour affirmer l'importance d'un moyen de financement pour une catégorie de sociétés : on néglige ainsi les secteurs constitués d'un trop petit nombre de sociétés, et on tient compte de la croissance des sociétés concernées. Par exemple, un secteur dont la variation de valeur a été très faible pourra donner l'impression d'avoir obtenu un financement externe important même si celui-ci a été faible relativement à la valeur initiale des sociétés de ce secteur.

⁸⁸ Le cas de la distribution d'électricité n'est peut-être pas significatif étant donné le petit nombre de sociétés cotées avant 1891.

La part de l'autofinancement baisse, en général fortement, dans tous les secteurs à la seule exception de la distribution d'électricité où elle reste très faible quoiqu'en augmentation (signe que les premiers investissements commencent à porter leurs fruits). Les titres représentent désormais la majorité des financements, et en leur sein les actions sont désormais au premier plan dans la plupart des secteurs. Les obligations maintiennent des positions importantes dans les transports terrestres et maritimes, la distribution d'eau et d'électricité et les sociétés immobilières. À l'exception du dernier, il s'agit de secteurs de services publics. Tous les secteurs industriels recourent en revanche surtout aux actions, et ce dans une proportion qui peut atteindre 100% et descend rarement en dessous de 70% des émissions de titres.

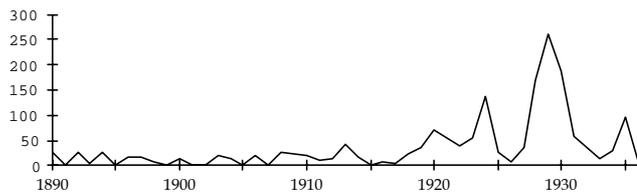
La révolution est donc complète par rapport à la période précédente. Au lieu d'être strictement limitée et réservée à quelques secteurs anciens à l'autofinancement défaillant, aux sociétés financières et aux services publics, l'émission de titres devient un élément de dynamisme économique en s'ouvrant aux entreprises industrielles en croissance. La substitution d'actions aux obligations va dans le même sens, comme en témoigne la corrélation générale entre la part des actions dans le financement externe et celle de l'autofinancement dans le financement total.

II. A. 3. La croissance externe

Les fusions et acquisitions ne semblent pas avoir eu un rôle très important dans la croissance des sociétés françaises cotées avant 1914, alors même que nos échantillons sont constitués de sociétés souvent importantes, capables de mener à bien de fortes restructurations sectorielles. Certes, nous ne mesurons pas les absorptions qui ont pu avoir lieu par simple rachat, sans création d'actions d'apport, mais cette procédure est suffisamment risquée⁸⁹ et coûteuse en liquidité pour l'entreprise acheteuse pour l'inciter à la pratiquer le plus rarement possible. Un simple examen du total des émissions d'actions d'apport des sociétés cotées montre que la vague de fusions qui a lieu aux États-Unis au tournant du siècle n'a pas son équivalent en France (graphique 2.1).

⁸⁹ Le risque découle de la possibilité pour le vendeur d'obtenir un prix excessif grâce à son information privilégiée sur l'entreprise. L'impossibilité de cession durant deux ans des actions d'apport limite ce risque (*cf.* chapitre 5).

Graphique 2.1 : émissions d'actions d'apport



Légende : émissions d'actions contre apport en nature de l'ensemble des sociétés cotées, évaluées par les cours moyens des actions l'année de l'opération, en millions de francs 1913.

Quelques secteurs font exception : il s'agit de la sidérurgie, de la distribution d'électricité et des tramways, secteurs dont nous avons vu qu'ils étaient parmi les plus dynamiques durant cette période. Dans l'ensemble, ces opérations sont presque exclusivement le fait de sociétés initialement de petite taille, et elles portent rarement sur des montants importants⁹⁰. Il est probable que jusqu'à la guerre les opérations de fusion repérées par J. Houssiaux (1958) aient eu lieu le plus souvent préalablement à la cotation en Bourse, celle-ci en étant d'ailleurs peut-être un des effets.

Après 1914, le phénomène se développe sensiblement (8% de la croissance des sociétés hors banques contre 2% auparavant), en particulier en trois vagues en 1920, 1924⁹¹ et surtout 1928-1930, cette dernière voyant les opérations les plus importantes⁹². Aux secteurs recourant déjà à ce moyen dans la période précédente s'ajoutent les services publics, les matériels et divers électriques, la mécanique, la chimie et les carrières, cependant que les tramways cessent d'en faire partie. On y reconnaît à la fois des secteurs "lourds" (énergie et biens intermédiaires) et un secteur des biens d'investissement dont la faiblesse structurelle est dès cette époque la dispersion d'entreprises performantes mais petites.

⁹⁰ Il n'y a entre 1890 et 1914 aucune absorption portant sur un montant supérieur à 30 millions de francs 1913.

⁹¹ Il convient de noter qu'une part non négligeable des créations d'actions d'apport provient de la transformation de sociétés en commandite en sociétés par actions, ce qui est fréquent dans les secteurs cotés tardivement comme le textile et les houillères, en particulier en 1920 et 1924. Ces cas n'apparaissent pas dans les mesures ci-dessus qui ne prennent en compte que les opérations des sociétés après leur cotation, sauf si la cotation a lieu l'année même de l'opération.

⁹² La Lyonnaise des eaux absorbe l'Union des gaz en 1929, opération d'un montant de 509 millions de francs. La reprise de l'Alsacienne de constructions mécaniques par la Générale de constructions mécaniques en 1928 atteint 250 millions. La fusion de la Compagnie des usines du Rhône et de la société Poulenc frères en 1928 atteint un total de 238,5 millions (juridiquement il s'agit d'une absorption de la seconde). En 1928 également, l'absorption de la Pyrénéenne d'énergie électrique par la Toulousaine du Bazacle atteint 411 millions. Auparavant, seule l'absorption de la Compagnie nationale des matières colorantes par Kuhlmann atteint (en 1923) un montant comparable (129,4 millions, soit 38,9 millions de francs 1913). Tous ces montants sont estimés par la valeur moyenne des titres donnés en apport.

Les opérations de fusion restent après-guerre un élément mineur de la croissance des grandes entreprises (les fusions entre sociétés importantes sont très rares, alors que les grandes sociétés absorbent un grand nombre de petites). Elles ont une place plus importante chez les sociétés moyennes, sans leur permettre cependant d'atteindre les taux de croissance des plus petites.

Au total, fusions et absorptions ont contribué beaucoup moins que l'autofinancement ou que le financement externe à la croissance des entreprises. Ce résultat va dans le sens de l'affirmation selon laquelle la concentration des entreprises françaises a été plus lente que celle de leurs homologues des grands pays industriels (M. Lévy-Leboyer, 1980).

Trois points semblent donc acquis : malgré une baisse importante de leur valeur pour les détenteurs de titres, les entreprises cotées en permanence connaissent avant 1914 comme après une croissance de leur activité. L'augmentation forte du recours aux émissions de titres sur le marché ne découle donc pas, ou au moins pas seulement, de la baisse de l'autofinancement, mais aussi d'un changement des modes de financement, qui est particulièrement sensible dans l'industrie et accompagne souvent une rapide croissance. Enfin, la concentration par fusion ou absorption ne semble pas jouer un grand rôle dans la croissance des entreprises cotées, malgré quelques importantes opérations à la veille de la crise des années 1930.

II. B. Dépendance des résultats envers la conjoncture

Connaissant l'opposition qui existe entre les conjonctures des années 1920 et des années 1930, on peut se demander si le résultat principal observé ci-dessus (à savoir la hausse générale du financement externe autour de la grande guerre) ne provient pas de la périodisation choisie. Plus précisément, la baisse de l'autofinancement est-elle vérifiée dès les années 1920 ?

En effet, une période de crise restreint par nature l'autofinancement en diminuant les bénéfices. Bien sûr, si l'investissement est également réduit, cela n'entraîne pas une baisse de la part de l'autofinancement dans le financement, mais il convient de se méfier de ce risque. Le fait que chacune de nos périodes comporte une crise ne saurait le supprimer tout à fait, car la crise des années 1930 est plus dure que celle des années 1890, de sorte qu'on ne peut être assuré que leurs effets se compensent sur les deux périodes comparées⁹³.

⁹³ Cette différence est renforcée par le fait que la dépréciation des actifs les plus anciens étant plus forte à la fin d'une période, il est probable que la crise des années 1890, qui ouvre la

Il convient donc de comparer avant et après guerre en dehors des années de crise⁹⁴. Les années 1929-30, déjà années de crise pour certaines activités, mais aussi années de très fortes émissions résultant de la prospérité, auraient peut-être dû être réunies aux années 1920, mais cela n'a pas été possible. La part des financements de marché durant ces années en aurait été nettement renforcée⁹⁵. En outre, le poids des années de guerre où le financement externe était impossible tend aussi à renforcer l'autofinancement apparent des années 1920.

Les tableaux 2.5 et 2.6 permettent cette comparaison.

première période, a moins d'effets sur les résultats globaux que celle des années 1930 qui clôt la seconde.

⁹⁴ Une raison supplémentaire pour ce faire est que notre méthode suppose implicitement que la variation de valeur des actifs des entreprises provient essentiellement de celle des prix et de leur amortissement. Les crises, qui voient probablement de fortes variations de la valeur des actifs immatériels des sociétés (en particulier du *goodwill* tenant à la qualité de la direction ou aux compétences des personnels), sont donc probablement plus sujettes à voir cette méthode biaiser l'appréciation des structures de financement.

⁹⁵ Cette minoration est d'autant plus grande que la valeur des sociétés n'augmente pratiquement plus après février 1929, date de sommet des cours de Bourse.

Tableau 2.5 : financement des sociétés cotées sans interruption de 1901 à 1913

Secteurs	nb	Capitalisations boursières						Financements					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		V 1901	val. 1901	% act.	V 1913	% act.	crois	orig	app	act.	oblig	autof	
Assurances	38	556	378	99	934	100	39	40	0	2	0	98	
Banques	15	2782	928	100	3710	100	10	25	0	17	0	83	
Soc. fonc. et immob	6	146	78	59	223	65	27	35	0	0	3	97	
Canaux	1	0	0	100	0	100		0	0	0	0	0	
Tramways	13	304	127	87	430	70	17	29	3	23	27	50	
Docks et ports	5	78	50	43	127	61	36	39	0	0	1	99	
Eaux minérales	4	32	47	92	79	93	105	60	0	0	-6	106	
Distribution d'eau	3	152	131	71	283	72	54	46	0	0	17	83	
Distrib. d'électricité	12	198	104	45	302	67	26	34	4	14	12	74	
Matériel électrique	4	22	23	74	44	80	70	51	0	33	7	60	
Divers électriques	3	155	84	72	239	73	28	35	11	19	17	65	
Textile	4	26	27	94	53	97	69	51	0	25	0	75	
Gaz	11	228	186	51	414	61	50	45	6	15	19	65	
Sidérurgie	14	674	270	88	943	86	16	29	4	15	14	72	
Mécanique	15	275	95	68	370	81	11	26	3	29	11	61	
Houillères	16	786	336	97	1121	94	18	30	0	1	6	93	
Mines métalliques	1		0	100	1	100		47	0	0	0	0	
Chimie	13	275	150	97	425	97	28	35	1	2	1	97	
Transports terrestres	4	184	60	31	243	59	10	24	0	42	43	15	
Transports marit.	8	214	174	49	388	31	50	45	0	11	41	48	
Alimentation	10	131	101	77	232	84	47	44	6	21	0	79	
Carrières et ciments	6	33	20	80	52	88	32	37	0	4	0	96	
Grands magasins	4	170	79	90	249	90	21	32	3	12	8	80	
Imprim. et papet.	11	94	98	97	192	97	69	51	0	3	2	95	
Divers non méca.	15	44	27	67	71	88	33	38	0	14	-2	88	
Divers mécaniques	4	159	36	91	195	94	2	19	0	11	2	87	
Services	63	3654	1462	97	5116	98	16	29	0	14	0	86	
Transports	31	779	410	57	1189	54	26	34	1	22	32	46	
B. d'investissement	33	970	388	82	1357	84	16	29	3	19	13	68	
B. intermédiaires	23	460	301	84	761	87	37	40	1	2	6	93	
Énergie	42	1367	709	75	2077	81	26	34	3	7	10	83	
B. de consommation	48	486	336	87	822	91	40	41	2	12	0	87	
K1901 < 5	63	222	78	83	299	84	12	26	4	14	8	78	
5 à 10.	48	494	187	84	681	90	14	27	2	21	4	75	
10 à 25.	60	977	528	83	1505	86	28	35	2	16	8	76	
25 à 50	34	1301	636	82	1937	83	23	33	0	10	11	79	
50 à 100	20	1084	671	80	1755	81	34	38	1	11	15	74	
100 à 200	12	2427	816	82	3243	88	11	25	2	20	5	74	
>=200	3	1213	690	96	1902	98	30	36	0	0	0	100	
Total	240	7717	3606	85	11322	87	21	32	1	13	7	80	
Total hors banques	225	4934	2678	79	7612	81	28	35	2	11	11	78	

Légende : cf. tableau 2.4

Tableau 2.6 : financement des sociétés cotées sans interruption de 1913 à 1928

Secteurs	nb	Capitalisations boursières						Financements					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		V 1913	val. 1913	% act.	V 1928	% act.	crois	orig	app	act.	oblig	autof	
Assurances	43	979	1294	100	4408	100	-18	29	0	2	0	98	
Banques	23	4394	5809	99	1439	100	-41	40	0	11	0	89	
Soc. fonc. et immob	10	382	505	58	1069	86	-49	47	0	6	4	90	
Tramways	13	553	838	64	789	74	-74	106	0	-51	-188	339	
Docks et ports	6	130	197	62	263	91	-63	75	0	2	-20	119	
Eaux minérales	5	94	206	90	305	98	-41	68	0	34	0	65	
Distribution d'eau	3	283	454	72	1325	90	-15	34	4	19	10	71	
Distrib. d'électricité	29	1309	2621	70	1171	84	62	22	6	18	24	59	
Matériel électrique	4	44	85	80	435	93	78	20	0	30	6	64	
Divers électriques	3	239	479	73	1380	83	4	35	12	50	33	17	
Textile	5	73	161	98	743	92	83	22	1	19	10	71	
Gaz	15	697	1396	66	3445	81	-11	41	0	23	28	49	
Sidérurgie	19	1131	2179	85	4776	82	-24	46	6	48	34	18	
Mécanique	19	442	852	79	1994	86	-18	43	4	54	29	17	
Houillères	17	1575	3153	96	6575	94	-24	48	4	19	11	70	
Mines métalliques	2	37	59	87	63	69	-69	93	0	106	362	-368	
Pétrole	1	24	48	83	93	99	-30	52	0	205	0	-105	
Chimie	16	472	758	95	5748	96	121	13	6	12	5	83	
Transports terrestres	4	267	405	60	502	82	-66	81	12	48	75	-23	
Transports marit.	8	384	582	32	1413	72	-33	41	1	62	35	3	
Alimentation	10	257	365	86	1591	96	12	23	0	17	5	78	
Carrières et ciments	5	49	78	88	487	97	81	16	1	23	3	74	
Grands magasins	7	386	854	86	2585	93	21	33	0	24	9	67	
Imprim. et papet.	9	187	409	97	628	100	-39	65	11	52	0	48	
Divers non méca.	16	216	473	86	1922	96	61	25	1	25	5	70	
Divers mécaniques	6	256	561	95	860	95	-39	65	0	58	17	25	
Services	83	6142	8463	96	2245	98	-34	38	0	10	1	88	
Transports	31	1335	2022	54	2967	76	-60	68	2	62	47	-9	
B. d'investissement	42	1618	3116	83	7206	84	-19	43	5	48	30	22	
B. intermédiaires	26	840	1349	87	7624	95	64	18	5	14	6	80	
Énergie	65	3845	7698	80	2320	86	9	33	5	21	22	57	
B. de consommation	51	1085	2174	92	6049	96	1	36	1	26	6	68	
K1913 <5	50	140	261	84	1124	96	45	23	3	17	4	79	
5 à 10.	34	247	418	86	2158	97	59	19	25	21	7	72	
10 à 25.	83	1416	2423	86	9653	92	24	25	2	25	11	64	
25 à 50	51	1832	3178	75	1107	89	9	29	5	19	14	66	
50 à 100	47	3091	5671	81	1699	90	0	33	2	24	14	62	
100 à 200	21	2789	4696	79	9183	91	-40	51	2	32	14	54	
200 à 500	9	2840	4858	92	1189	87	-24	41	1	16	20	63	
>=500	3	2509	3317	100	7426	100	-46	45	0	0	0	100	

Total	29 8	1486 4	2482 3	85 6950	91 8	-15	36	3	20	13	67
Total hors banques	27 5	1047 0	1901 4	81 5511	89 5	-5	34	4	23	16	61

Légende : cf. tableau 2.4

Du fait de ces limites, la part du financement externe telle qu'elle apparaît dans le tableau 2.6 est nettement sous-estimée. On ne saurait donc s'étonner de ce que la comparaison des périodes 1891-1913 et 1914-1928 confirme le soupçon selon lequel l'inclusion de la crise des années 1930 conduit à surestimer la baisse de l'autofinancement⁹⁶. Cependant, que l'on compare les années 1914-1928 à l'avant-guerre dans son ensemble ou aux seules années 1901-1913 (tableau 2.5), cette baisse de l'autofinancement reste très nette : hors banques, la part des actions dans le financement des entreprises double d'une période de prospérité sur l'autre, tandis que celle des obligations augmente de moitié. Sectoriellement, la baisse de l'autofinancement est aussi générale que celle que nous avons décrite ci-dessus, même si elle est fréquemment moins accentuée.

Au total, la comparaison des deux périodes de prospérité des années 1900 et des années 1920 confirme la montée du financement externe. Elle permet également une autre constatation, qui celle-ci va contre l'idée que la guerre constituerait la seule rupture en matière de financement.

En effet, les deux périodes partagent certains points communs qui les opposent aux années 1890. Dès le début du siècle, la part des actions dans les émissions de titres remonte, égalant celle des obligations pour les sociétés non bancaires. Cette évolution se rencontre dans presque tous les secteurs, sauf les plus anciens comme les ports et docks, la distribution d'eau, les eaux minérales et les transports maritimes qui restent massivement fidèles au financement obligataire. Si on ôte encore les transports terrestres et les tramways qui partagent leurs recours au marché entre les deux instruments, tous les autres secteurs, c'est-à-dire principalement toute l'industrie, donnent une large préférence aux actions.

Le financement connaît donc deux transformations importantes successives : tout d'abord, dès le début du siècle, les actions se substituent aux obligations dans le financement des secteurs modernes, la part de l'autofinancement étant globalement inchangée (elle commence cependant à

⁹⁶ Un examen rapide des années 1891-1901 confirme que la fin de la grande dépression a également connu la baisse de l'autofinancement que nous avons tendance à attribuer aux périodes de crise. Cependant, les années 1890 ne connaissent pas le financement externe par actions que nous avons considéré comme la caractéristique principale de l'entre-deux-guerres, mais bien une domination des obligations qui représentent 22% du financement des sociétés (hors banques), contre à peine 5% aux actions. Ceci confirme que c'est bien la crise qui impose aux sociétés de s'endetter, et non une ambition d'expansion qui se manifesterait par des augmentations de capital que la conjoncture interdirait. Le financement externe avant 1902 est donc surtout la conséquence non désirée d'une croissance lente (confirmée par le fait que plus de la moitié des actifs en place en 1902 l'étaient déjà en 1891), ce qui est très différent de ce qu'on observe dans les années 1920.

baisser dans certaines industries d'investissement et de consommation : sidérurgie, mécanique, alimentation, soit celles-là même où le transfert des obligations aux actions est le plus net). Ensuite, après la guerre, le financement externe gagne en importance et s'étend à des secteurs nouveaux, tandis que la part des actions en son sein continue de croître (d'à peine la moitié à près de 60%, proportion largement dépassée dans les secteurs modernes).

L'examen de ces périodes plus brèves complète et confirme donc les résultats obtenus en comparant simplement l'avant guerre et l'entre-deux-guerres pris globalement. On peut en première analyse distinguer deux types de trajectoires expliquant à la fois la baisse de l'autofinancement et la substitution d'actions aux obligations : dans les secteurs en déclin, seul le premier phénomène a lieu. Il accompagne une incapacité à réaliser les profits nécessaires à l'investissement accompagnée d'un ancienneté, d'une notoriété et parfois d'une garantie publique qui permettent des émissions d'obligations toujours plus massives. Les transports sont l'exemple le plus net de ce cas.

Au contraire, dans les secteurs industriels modernes et la production d'énergie, l'émission de titres permet d'anticiper les profits et permet une accélération de la croissance. Les actions sont le meilleur outil en ce sens car elles permettent de reculer davantage le remboursement et donnent une plus grande flexibilité aux entreprises. Le succès n'est cependant pas garanti. La filière métallique, bien qu'en pleine modernisation, semble incapable malgré un recours accru au financement de marché, de poursuivre après 1918 la croissance prometteuse qui était la sienne avant 1914. C'est le cas après 1929 des mines métalliques et du pétrole, dont le développement durant les années 1920 s'était trop appuyé sur des émissions massives. Enfin, des secteurs anciens comme le textile et les houillères doivent quand la crise les frappe reconnaître l'insuffisance de stratégies de modernisation menées dans les années 1920 grâce au financement externe.

III. CHANGEMENT DU FINANCEMENT OU RENOUVELLEMENT DE LA COTE ?

L'évolution globale du financement que nous avons constatée ci-dessus peut avoir plusieurs interprétations. On peut certes la relier à l'apparition progressive en Bourse de nouveaux secteurs d'activité que nous avons

constatée au chapitre 1. Cependant, la généralité du passage de l'autofinancement au financement externe comme de l'émission d'obligation à celle d'actions impose d'amender cette vision. Peut-on pour autant lui substituer l'idée d'une transformation imposée à toute la cote par des considérations extérieures ? La variété des évolutions sectorielles que nous avons déjà observée ne semble pas aller dans ce sens. Nous voudrions ici, avant de passer à d'autres interprétations, envisager un point de vue que l'on pourrait qualifier de schumpeterien. Il cherche à faire la synthèse entre les deux idées précédentes en examinant dans quelle mesure le changement des modes de financement que nous observons résulte du renouvellement des sociétés présentes à la cote, renouvellement qui est à la fois sectoriel et intra-sectoriel.

Cette hypothèse s'impose si l'on veut éviter de passer trop vite du comportement collectif aux comportements individuels. En effet, si à l'échelle de la cote, il semble bien que l'ensemble constitué des sociétés cotées ait adopté à partir de 1914 un comportement plus tourné vers le financement externe, et s'il semble qu'il en soit de même au sein de la plupart des secteurs, rien ne permet d'en déduire un changement du comportement de financement des entreprises. La cotation de nouvelles sociétés ayant des comportements nouveaux a pu en effet modifier la structure de financement globale sans que les sociétés anciennes aient changé la leur. À l'inverse, on risque de considérer comme preuve d'un dynamisme du marché une hausse des émissions qui profiterait seulement aux vieilles sociétés dominant la Bourse et ne servirait qu'à retarder leur déclin.

Notre méthode de mesure des modes de financement rend délicat cet examen, du fait que des périodes de temps suffisamment longues sont nécessaires pour observer le financement des sociétés. En outre, les fortes différences de financement entre secteurs obligent à observer un grand nombre de sociétés pour en avoir un nombre suffisant dans chaque secteur. Nous procéderons donc en deux étapes.

Dans un premier temps, nous comparerons le financement, tel que mesuré par notre méthode, des sociétés cotées au cours d'une période en les séparant en deux groupes selon l'ancienneté de leur cotation. En utilisant les quatre périodes étudiées ci-dessus, on distinguera chaque fois les sociétés cotées avant le début de la période précédente et les sociétés inscrites durant cette période (ainsi, on comparera les financements sur la période 1901-13 des sociétés inscrites entre 1891 et 1901 et des sociétés cotées avant 1891).

Par la suite, nous étendrons la comparaison (mais en renonçant à notre méthode de mesure du financement) aux sociétés cotées dans le cours même de

la période (en comparant par exemple le financement sur la période 1901-13 des sociétés déjà inscrites en 1901 à celui des sociétés admises à la cote entre 1902 et 1913).

III. A. Modes de financement des sociétés anciennes et nouvelles : un renouvellement limité

Nous pouvons d'abord examiner dans quelle mesure la modification des formes de financement que nous observons autour de la guerre est liée à la modification de la structure de la cote. On a vu que l'augmentation de la part des émissions de titres est vérifiée dans tous les secteurs et pour les sociétés de toutes tailles. Il reste en revanche possible qu'indépendamment du secteur, les sociétés nouvelles inscrites à la cote entre 1891 et 1913 aient des comportements différents des plus anciennes, déjà cotées en 1892. Dans ce cas, le changement que nous avons mesuré dans les structures de financement entre la période 1891-1913 et la période 1913-1936 pourrait n'être le fait que de l'entrée de nouvelles sociétés, sans changement du comportement des sociétés présentes en permanence.

On peut vérifier que c'est bien en partie le cas sur le tableau 2.7, qui compare sur les quatre périodes le financement des 122 sociétés cotées en permanence de 1891 à 1936. Si ces entreprises suivent pour l'essentiel l'évolution que nous avons décrite ci-dessus, la baisse de l'autofinancement est chez elles moins accentuée. Mais surtout, tous les secteurs ne sont pas dans la même situation : dans l'énergie ainsi que dans une moindre mesure dans les services et les biens de consommation, le taux d'autofinancement des 122 sociétés anciennes est après 1913 plus élevé que celui des plus récentes, tandis que sa baisse d'une période à l'autre est faible ; on peut sans doute y voir une capacité des sociétés installées de ces secteurs à exploiter une concurrence faible de la part des sociétés nouvelles. En revanche, dans les transports, les biens intermédiaires et les biens d'investissement, la baisse de l'autofinancement est forte d'une période à l'autre (soit un comportement sensiblement identique à celui des sociétés plus récentes).

**Tableau 2.7 : comparaison du financement aux différentes périodes
des sociétés présentes sans interruption à la cote de 1891 à 1936**

	V		1892-1901			1902-1913			1914-1928			1929-1936		
	nb	1891	act	obl	auto	act	obl	aut	act	obl	auto	act	obl	autof
Assurances	31	686	1	1	99	1	0	99	1	0	99	893	0	-793
Banques	13	1689	27	0	73	16	0	84	6	0	94	-169	0	269
Soc. fonc. et immob	5	236	78	245	-222	0	3	97	1	0	99	0	0	100
Tramways	2	36	64	16	21	25	33	41	-5	-25	130	8	17	74
Docks et ports	5	144	0	22	78	0	1	99	2	-21	119	10	0	90
Eaux minérales	2	58	19	0	81	0	-7	107	28	0	72	0	0	100
Distribution d'eau	3	207	0	21	79	0	19	81	19	10	71	16	29	55
Distrib. d'électricité	1	18	4	75	21	47	46	8	82	-57	75	0	0	100
Divers électriques	1	5	0	-11	111	0	0	100	48	22	30	0	457	-357
Textile	1	9	35	0	65	0	0	100	10	0	90	-14	0	114
Gaz	6	225	0	25	75	15	8	77	14	7	79	14	2	84
Sidérurgie	4	54	0	12	88	9	17	74	41	23	36	-47	-53	200
Mécanique	5	60	4	38	59	9	9	82	92	43	-36	82	-3	21
Houillères	11	372	3	2	95	4	8	88	15	8	77	-22	-9	131
Chimie	5	103	0	0	100	2	2	97	23	0	77	-232	-31	363
Transports terrestres	2	176	0	138	-38	42	44	13	79	158	-138	0	148	-48
Transports marit.	5	336	0	46	54	15	48	37	64	38	-3	-101	-219	420
Alimentation	4	58	5	14	81	12	0	88	37	5	57	0	-6	106
Carrières et ciments	1	11	0	0	100	0	0	100	14	0	86	-22	0	122
Grands magasins	1	41	0	0	100	23	24	52	17	4	78	0	-15	115
Imprim. et papet.	6	143	0	4	96	2	0	98	65	0	35	93	15	-7
Divers non méca.	6	34	10	47	43	13	0	87	52	14	33	-37	-9	147
Divers mécaniques	2	19	0	12	88	11	3	86	33	15	52	1	-4	103
Services	50	2653	20	4	76	13	0	87	5	0	95	-149	-4	253
Transports	14	693	17	45	38	24	38	39	70	48	-18	-615	-1431	2147
B. d'investissement	9	114	1	19	80	9	15	76	48	26	26	-93	-71	264
B. intermédiaires	9	320	0	16	84	1	12	88	19	6	76	24	34	42
Énergie	19	620	2	23	75	8	9	82	15	7	78	75	26	-1
B. de consommation	21	319	7	10	84	8	0	91	35	7	58	19	-3	84
Total	122	4719	14	12	74	13	7	80	15	6	79	447	233	-580
Total hors banques	109	3030	5	21	74	10	14	76	21	9	69	94	99	-93

Légende : outre le nombre de sociétés et leur capitalisation totale en 1891, on trouve les moyens de financement de chaque période, calculés comme les dernières colonnes des tableaux 2.4ss.

La baisse du taux d'autofinancement global est donc due à la conjonction d'une part du développement de nouvelles entreprises pratiquant davantage le financement externe, et d'autre part de la baisse de l'autofinancement de certaines (mais non de la totalité) des sociétés les plus anciennes.

Pour poursuivre cet examen de manière plus détaillée, nous avons examiné pour chaque période les méthodes de financement des sociétés

inscrites à la cote au cours de la période immédiatement précédente et des plus anciennes⁹⁷.

Il convient de considérer que ne nous intéressent que les cas où, à taille et croissance similaire, le financement serait différent. Du moins, il faut exclure les cas où une corrélation entre croissance rapide et fort autofinancement (ou l'opposé) empêcherait d'affirmer l'indépendance de la politique de financement.

On peut comparer entre 1901 et 1913 deux groupes fournis de sociétés (tableau 2.8).

À l'exception des services, le nombre de sociétés récentes (cotées après 1891) est du même ordre que celui des sociétés anciennes ; il est même supérieur dans le cas des biens d'investissement, confirmant le dynamisme de cette branche avant 1914. Dans quelques cas, la taille des nouvelles sociétés est même dès 1891 supérieure à celle des anciennes (dans la chimie et l'alimentation, ainsi que pour les quelques importantes sociétés électriques et houillères qui sont déjà cotées). Ces nouvelles sociétés connaissent une croissance plus forte que les anciennes, à l'exception des transports ; la différence est cependant faible, en particulier si on tient compte de la plus petite taille des entreprises nouvelles.

En matière de financement, si on néglige les cas provenant de nombre de sociétés peu significatifs ou de différences explicables par la taille ou le taux de croissance, le partage entre autofinancement et recours au marché n'est pas différent d'un groupe à l'autre. En revanche, les nouvelles sociétés ont une préférence nettement plus grande que les anciennes pour les actions relativement aux obligations (la tendance est nette pour l'alimentation, les carrières, le gaz, la sidérurgie et la mécanique), alors que l'inverse est très rare. Même si cette évolution peut s'expliquer par le fait que l'émission d'obligations demande une plus longue réputation sur le marché, il semble donc que les sociétés nouvelles soient en train d'introduire de nouvelles pratiques de financement.

⁹⁷ On a également comparé aux autres les sociétés qui s'apprêtaient à disparaître. Elles se caractérisent par un moindre dynamisme, mais pas par des comportements en matière de financement qui soient distinguables de ceux des autres sociétés et que l'on puisse relier à leurs difficultés. La seule exception est le fait de petites sociétés de biens de consommation qui eurent recours très fortement à l'endettement dans les années 1920 et disparurent rapidement durant la crise. En général en revanche, les sociétés anciennes résistent mieux à la crise, ce qui est peut-être en lien avec leur pratiques de financement plus conservatrices.

Tableau 2.8 : comparaison du financement entre 1901 et 1913 des sociétés anciennes et nouvelles

	139 inscrites à la cote avant 1892							101 inscrites à la cote après 1891						
	1	5	8	9	10	11	12	1	5	8	9	10	11	12
	V							V						
	nb	1901	croi	app	act	obl	auto	nb	1901	croi	app	act	obl	auto
Assurances	33	736	-4	0	1	0	99	5	49	41	0	6	0	94
Banques	13	1905	58	0	16	0	84	2	26	175	0	65	0	35
Soc. fonc.et immob	5	142	18	0	0	3	97	1	19	-11	0	0	0	100
Canaux	1	0	0	0	0	0	100	0						
Tramways	2	83	94	5	25	33	41	11	166	18	1	21	22	57
Docks et ports	5	101	5	1	0	1	99	0						
Eaux minérales	2	64	-12	0	0	-7	107	2	15	-43	0	0	0	100
Distribution d'eau	3	260	-10	0	0	19	81	0						
Distrib. d'électricité	2	63	-13	20	51	51	-2	10	124	58	1	12	6	81
Matériel électrique	0							4	40	-7	0	33	7	60
Divers électriques	1	14	19	0	0	0	100	2	139	31	12	20	18	61
Textile	2	29	6	0	32	0	68	2	16	-22	0	0	0	100
Gaz	9	317	6	6	15	18	67	2	21	-66	0	0	-67	167
Sidérurgie	5	178	72	7	9	20	71	9	276	72	2	18	10	72
Mécanique	7	96	33	0	19	20	61	8	68	163	4	34	5	60
Houillères	11	314	21	0	4	8	88	5	297	85	0	0	4	96
Mines métalliques	1	1	-11	0	0	0	100	0	0					
Chimie	6	108	3	0	2	1	97	7	190	27	1	2	0	97
Transports terrestres	2	118	69	0	42	44	13	2	2	-38	0	0	0	100
Transports marit.	6	306	-1	0	15	47	38	2	44	-56	0	0	292	-192
Alimentation	6	101	2	1	10	0	90	4	113	-21	13	38	0	62
Carrières et ciments	2	14	74	0	0	0	100	4	25	-23	0	13	0	87
Grands magasins	1	48	14	0	23	24	52	3	86	76	4	8	3	88
Imprim. et papet.	6	111	-2	0	2	0	98	5	21	140	0	6	6	88
Divers non méca.	6	24	35	0	13	0	87	9	20	30	0	17	-5	88
Divers mécaniques	2	50	125	0	11	3	86	2	11	337	0	12	0	88
Services	52	2831	39	0	13	0	87	11	180	71	2	23	2	76
Transports	16	608	26	1	24	37	39	15	213	2	1	21	24	55
B. d'investissement	12	274	58	5	12	20	68	21	384	80	2	23	8	69
B. intermédiaires	12	382	-3	0	1	12	88	11	216	21	1	3	0	97
Énergie	23	708	11	4	10	14	76	19	580	61	2	6	7	87
B. de consommation	24	379	17	0	9	0	90	24	197	20	4	19	1	81
Total	139	5184	30	1	13	8	79	101	1769	50	2	14	7	79

Légende : cf. tableau 2.4

Entre 1914 et 1928, les 81 sociétés les plus récentes (celles qui ont accédé à la cote entre 1901 et 1913) ont souvent des comportements en matière de financement différents de ceux des 217 sociétés plus anciennes (tableau 2.9).

Tableau 2.9 : comparaison du financement entre 1914 et 1928 des sociétés anciennes et nouvelles

secteur	217 inscrites avant 1902 à la cote							81 inscrites après 1901 à la cote						
	nb	V			act	obl	auto	nb	V			act	obl	auto
		1913	croi	ap					1913	croi	ap			
Assurances	36	927	-22	1	2	0	98	7	52	47	0	3	0	97
Banques	15	3710	-41	0	7	0	93	8	684	-40	0	35	0	65
Soc. fonc. et immob	6	223	-29	0	1	0	99	4	159	-78	0	-152	-118	370
Tramways	10	418	-74	0	-56	-137	293	3		-74	0	-25	-434	560
Docks et ports	5	127	-63	0	2	-21	119	1	3	-66	0	0	0	100
Eaux minérales	4	79	-37	0	26	0	74	1	16	-65	0	-193	0	293
Distribution d'eau	3	283	-15	4	19	10	71	0						
Distrib. d'électricité	11	283	20	4	20	1	78	18	1027	74	6	17	27	56
Matériel électrique	4	44	78	0	30	6	64	0						
Divers électriques	3	239	4	12	50	33	17	0						
Textile	4	53	76	1	19	15	66	1	21	102	0	20	0	80
Gaz	11	414	6	0	19	9	73	4	283	-34	0	36	95	-31
Sidérurgie	14	943	-21	1	48	31	20	5	188	-36	37	42	66	-9
Mécanique	15	370	-14	3	56	28	16	4	73	-39	12	32	39	30
Houillères	15	1064	-23	4	23	6	70	2	511	-27	4	8	23	68
Mines métalliques	0							2	37	-69	0	106	362	-368
Pétrole	0							1	24	-30	0	205	0	-105
Chimie	11	411	113	6	13	4	83	5	61	169	7	11	9	80
Transports terrestres	3	242	-70	0	77	149	-126	1	25	-28	19	27	21	52
Transports marit.	7	381	-34	1	63	36	0	1	3	44	0	0	0	100
Alimentation	8	226	9	0	18	3	79	2	31	33	0	14	16	70
Carrières et ciments	5	49	81	1	23	3	74	0						
Grands magasins	4	249	18	0	22	12	66	3	137	27	0	27	4	68
Imprim. et papet.	9	187	-39	11	52	0	48	0						
Divers non méca.	11	64	12	3	39	9	51	5	153	81	1	22	4	74
Divers mécaniques	3	194	-38	0	43	19	37	3	62	-43	0	119	8	-26
Services	61	5110	-34	0	7	1	92	22	1032	-33	0	29	2	68
Transports	25	1169	-59	0	65	45	-10	6	31	-65	16	25	76	-2
B. d'investissement	33	1357	-16	2	49	28	23	9	260	-37	30	39	57	4
B. intermédiaires	19	742	62	5	14	5	80	7	98	80	7	12	11	77
Énergie	40	2000	-8	4	25	9	66	25	1845	28	6	18	30	52
B. de consommation	39	803	-13	2	26	7	66	12	282	42	1	25	5	70
K1913 <5	39	105	8	3	19	7	73	11	35	155	3	15	0	85
5 à 10.	25	178	24	2	26	8	66	9	68	148	50	9	6	85
10 à 25.	61	1031	0	1	26	6	68	22	385	88	3	23	17	60
25 à 50	35	1255	-5	7	20	9	70	16	578	41	2	18	21	61
50 à 100	33	2226	-7	3	22	12	65	14	866	17	2	27	17	55
100 à 200	14	1865	-32	3	29	15	57	7	924	-58	0	48	9	42
200 à 500	7	2011	-25	0	21	7	72	2	828	-21	2	4	57	39
>=500	3	2509	-46	0	0	0	100	0						
Total	217	11180	78	2	20	9	71	81	3684	105	5	21	22	57
Total hors banques	202	7470	88	3	24	11	64	73	3000	115	5	19	25	56

Légende : cf. tableau 2.4.

Les sociétés admises entre 1901 et 1913, qui sont ici les plus récentes, sont pour une grande part des entreprises de distribution d'électricité (18 sur 81) et financières (15, dont 8 banques). Ces sociétés se caractérisent par rapport aux plus anciennes des mêmes secteurs par un autofinancement plus faible et qui ne résulte pas d'une croissance inférieure. D'autre part, les sociétés récentes ont recours proportionnellement plus que les anciennes aux émissions d'obligations, et ce dans la plupart des secteurs : distribution d'électricité, gaz, mais aussi chimie, sidérurgie et mécanique. Étant donné la grande taille des sociétés de ces secteurs et leur nombre, ces comportements apparaissent comme dominant pour l'ensemble des nouvelles sociétés et dans le groupe des sociétés de grande taille.

Ces comportements ont leurs exceptions : ainsi, les sociétés de biens de consommation récentes ne se distinguent pas en général des anciennes, ou plutôt ont des comportements très variables d'un secteur à l'autre, peu significatifs étant donné le nombre de sociétés concernées. En outre, les petites sociétés nouvelles ont à la fois une croissance et un autofinancement nettement plus élevés que les anciennes de même taille.

Dans l'ensemble cependant, c'est bien un certain retour en arrière que l'on constate : alors que durant la période précédente les sociétés les plus jeunes semblaient montrer le chemin d'une l'évolution vers un financement externe plus élevé et davantage tourné vers les actions, cette tendance s'affaiblit fortement, voire s'inverse (pour les formes de financement externe) pour les sociétés admises à la cote dans les années 1900. Il est possible que ce changement résulte d'un retour à la prudence qui se traduit également par le petit nombre d'admissions à la cote dans ces années.

Enfin, il est très difficile durant la période 1928-1936 de comparer les formes de financement. En effet, non seulement la plupart des sociétés connaissent une baisse de valeur, mais la valeur d'un certain nombre d'entre elles est inférieure en 1936 à la seule valeur après dépréciation des actifs qu'elles détenaient déjà en 1928. L'autofinancement apparaît ainsi comme très fortement négatif dans tous les secteurs, et la perte de substance est d'autant plus grande que les émissions d'actions et d'obligations ont été importantes en 1929-1930 (tableau 2.10).

Tableau 2.10 : comparaison du financement entre 1928 et 1936 des sociétés anciennes et nouvelles

secteur	274 sociétés inscrites avant 1914						240 sociétés inscrites après 1913					
	nb	V		act	obl	auto	nb	V		act	obl	auto
		1928	croi					1928	croi			
Assurances	43	4408	-36	351	0	-251	15	335	-67	-22	0	122
Banques	19	13189	-49	-88	0	188	11	634	-66	-9	-15	125
Soc. fonc. et immob	10	1069	-33	63	135	-99	5	380	-80	-31	-4	135
Tramways	12	605	-12	30	14	56	1	40	-32	0	218	-118
Docks et ports	6	263	0	10	0	90	0					
Eaux minérales	5	305	-10	3	0	97	0					
Distribution d'eau	3	1325	74	16	29	55	0					
Distrib. d'électricité	28	11637	-20	104	111	-115	26	5677	-36	-123	-181	404
Matériel électrique	4	435	-44	0	-15	115	8	261	-15	139	51	-90
Divers électriques	3	1380	-39	-324	-45	469	4	357	-51	-53	-9	162
Textile	4	572	-83	-4	0	104	16	2678	-58	-6	-14	120
Gaz	12	3251	-8	12	-8	97	1	386	11	13	9	79
Sidérurgie	15	4605	-40	-90	-109	299	8	2063	-41	-114	-132	346
Mécanique	16	1464	-25	299	104	-303	19	1489	-50	-65	-47	212
Houillères	17	6575	-53	-15	2	113	8	4326	-49	-24	-7	131
Mines métalliques	2	63	-9	113	13	-26	3	311	-66	-5	-45	150
Pétrole	1	93	-1	314	135	-349	3	284	17	91	57	-48
Chimie	14	5301	-41	-934	-34	1068	14	3689	-19	43	34	23
Transports terrestres	4	502	-29	5	485	-389	5	154	16	32	32	36
Transports marit.	7	1361	-53	-98	-210	407	3	365	-16	7	135	-42
Alimentation	8	1484	-6	2	2	96	23	2135	-17	26	36	38
Carrières et ciments	5	487	-73	-26	-7	133	8	1097	-66	-19	-13	133
Grands magasins	7	2585	-53	-9	-36	145	10	1690	-77	-5	-7	112
Imprim. et papet.	9	628	-15	61	10	30	5	654	-13	52	110	-62
Divers non méca.	14	1792	-15	109	36	-45	27	1613	-60	-15	-9	125
Divers mécaniques	6	860	22	6	-4	98	17	2855	-68	-18	-10	128
Services	79	21251	-46	-83	-15	199	41	3039	-74	-11	-7	117
Transports	29	2732	-34	-2661	-5464	8225	9	558	-9	20	81	-1
B. d'investissement	35	6504	-37	-160	-136	396	35	3812	-43	-119	-104	323
B. intermédiaires	24	7178	-21	92	41	-33	25	5096	-32	125	108	-133
Énergie	61	22937	-29	753	479	-1132	42	11030	-39	-93	-96	289
B. de consommation	46	5641	-14	38	9	54	88	9935	-49	-24	-26	150
Total	274	66242	-36	-1682	-926	2708	240	33472	-44	-57	-57	214

Légende : cf. tableau 2.4.

Dans ce contexte, on constate que les très nombreuses sociétés récentes (inscrites à la cote après 1913) résistent en moyenne moins bien à la crise que les plus anciennes. Ceci est surtout vrai de la distribution d'électricité, des biens de consommation ou des services.

Dans certains secteurs toutefois, les sociétés les plus récentes parviennent à réaliser une croissance plus élevée tout en ayant un recours plus important au financement externe que les sociétés anciennes. Ainsi, dans le matériel électrique, le financement externe, en particulier par augmentations de capital, est beaucoup plus important dans les sociétés nouvelles que dans les anciennes. Dans la chimie, alors que les sociétés anciennes réalisent massivement des émissions d'actions et connaissent un autofinancement très négatif, les récentes ont un autofinancement positif et réalisent des émissions obligataires plus importantes. Dans l'imprimerie-papeterie, le faible autofinancement des sociétés nouvelles (par rapport aux anciennes, chez lesquelles il est positif, cas rare durant cette période) est compensé par des émissions obligataires importantes qui leur permettent d'avoir une croissance similaire. Enfin, il semble que dans les transports maritimes également, le recours aux emprunts ait permis de maintenir une croissance meilleure chez les sociétés récentes.

Cette étude fournit des éclairages nouveaux sur le financement des entreprises : la Bourse s'avère capable de prendre des risques, non seulement en accueillant de nouvelles entreprises, mais en leur offrant des financements souvent plus importants qu'aux sociétés connues de longue date. Que ce soit en souscrivant à des augmentations de capital plus nombreuses (avant 1914), ou en leur fournissant globalement un financement externe plus élevé (dans les années 1920), le marché soutient davantage les sociétés plus récentes, en particulier dans les secteurs modernes, et leur fournit ainsi les moyens d'une croissance plus forte, qui dans certains cas leur permet même de traverser la crise des années 1930.

Bien sûr, si la Bourse prend des risques, elle les paie également, et la plus grande difficulté des sociétés récentes à traverser la crise est peut-être le revers de l'obtention parfois trop facile de prêts au tournant des années 1920.

Ce schéma d'un marché moderne et dynamique n'est cependant pas entièrement satisfaisant. On se demande par exemple pourquoi les sociétés récentes ont dans les années 1920 recouru davantage au financement obligataire que les plus anciennes, qui auraient dû y avoir un accès plus aisé. Ceci constitue une infraction de taille à l'idée d'une transformation dont les

entreprises les plus jeunes seraient les pionnières. On a d'ailleurs vu qu'elle n'était pas seule, et que dans chaque période, des exceptions de moindre importance rendaient difficile la réduction à une explication unique.

Cependant, en comparant seulement les sociétés anciennes (définies lors de chaque période comme celles qui étaient déjà inscrites au début de la période précédente) et récentes (inscrites à la cote durant cette période), on n'a pu jusqu'à présent examiner les sociétés véritablement nouvelles, celles qui n'ont été inscrites à la cote qu'au cours de la période sous examen. Or ce sont ces sociétés qui devraient montrer le mieux aussi bien les réactions du marché envers le risque que les éventuels comportements nouveaux parmi les entrepreneurs. Le nombre des admissions de sociétés à la cote durant notre période justifie de reprendre la comparaison à cet effet.

III. B. Les sociétés cotées en cours de période : un renouvellement significatif des modes de financement

III. B. 1. Mesure d'ensemble

L'étude des sociétés les plus récentes, celles qui sont admises au cours de chaque période, est importante, car elles représentent une part considérable du nombre de sociétés, de la capitalisation ou des émissions, sauf après 1929 (tableau 2.11).

Tableau 2.11 : indicateurs du renouvellement de la cote

	1892-1901	1901-1913	1914-1928	1929-1936	1892-1936
Nombre initial	182	287	336	602	182
Sociétés nouvelles	146	103	324	107	680
Capital inscrit	1054	1320	1827	859	5060
Capital moyen par société	7,22	12,82	5,64	8,03	7,44
Part des sociétés nouvelles dans :					
Le nombre de sociétés	0,45	0,26	0,49	0,15	0,79
La capitalisation finale	0,25	0,26	0,36	0,12	0,73
Les émissions d'actions	0,47	0,45	0,34	0,15	0,71
Les émissions d'obligations	0,3	0,47	0,25	0,12	0,72
L'ensemble des émissions	0,4	0,45	0,31	0,14	0,71

Légende : le nombre initial est le nombre de sociétés cotées en début de période. Les nouvelles sont celles qui sont inscrites durant la période, qu'elles disparaissent ou non après. Le capital inscrit est leur capital nominal en fin d'année d'inscription (en millions de francs 1913). Leur part dans les émissions est calculé à partir d'une totalisation en francs constants. La capitalisation finale est la capitalisation totale à la fin de chaque période.

Jusqu'à la guerre, les sociétés qui accèdent à la cote ont clairement une politique d'émissions importantes, puisqu'elles représentent 40 puis 45% des

émissions contre seulement un quart de la capitalisation boursière à la fin de chacune des deux périodes. Cette appel au financement extérieur diminue relativement après la guerre, puisqu'il devient du même ordre que la part de ces sociétés dans la capitalisation. Simultanément, on remarque que leur comportement de choix entre actions et obligations est à chaque période presque l'inverse de celui des sociétés introduites durant la période précédente, sociétés que nous avons analysées ci-dessus : nette préférence pour les actions dans les années 1890, retour relatif aux obligations durant la période suivante, et retour aux actions dans l'entre-deux-guerres. Un examen plus attentif s'impose.

En effet, le poids exact des sociétés nouvelles et surtout la spécificité de leurs méthodes de financement est difficile à apprécier exactement, car la méthode que nous avons employée jusqu'ici pour mesurer le financement n'est plus utilisable⁹⁸. Nous prendrons donc comme indicateur l'importance relative des émissions par rapport à la capitalisation boursière de fin de période pour les sociétés nouvelles comparées aux sociétés permanentes. Cet indicateur est imparfait car il ne tient pas compte des différences de durée de cotation au sein de la période, ni ne permet de mesurer l'autofinancement. On peut *a fortiori* penser que lorsqu'il dépasse l'unité, il indique un financement sur le marché supérieur à celui des sociétés anciennes. En effet, les sociétés nouvelles ayant (par définition) passé moins de temps à la cote au cours de la période, devraient avoir, en moyenne, moins émis de titres nouveaux que leurs aînées⁹⁹.

Globalement, cet indicateur évolue ainsi :

- Entre 1892 et 1901 il est élevé pour les actions (1,86) et moyen pour les obligations (1,17). Les sociétés nouvelles ont ainsi un financement par actions plus important que les sociétés permanentes, tandis que leur avantage en matière d'obligations est plus faible, peut-être du fait de la notoriété supérieure des sociétés plus anciennes.

- Entre 1902 et 1913, l'indicateur est élevé à la fois pour les actions (1,61) et pour les obligations (1,74). Les sociétés nouvelles recourent nettement plus que

⁹⁸ En pratique, c'est aussi l'absence d'une durée de cotation identique à celle des autres qui empêche de mener cette comparaison, car les variations conjoncturelles macro-économiques ne seraient plus prises en compte de manière identique pour toutes les sociétés comme elles le sont dans notre méthode.

⁹⁹ Une autre raison en ce sens est la croissance en général supérieure des sociétés nouvelles : un même volume d'émissions par rapport à leur taille finale représente en effet un recours plus important au financement externe en proportion de leur taille moyenne de la période que pour des sociétés en croissance lente.

les autres au financement externe. La hausse progressive du financement externe résulterait donc d'un choix de comportement des sociétés nouvelles.

- Entre 1914 et 1928, l'indicateur est moyen pour les actions (0,94) et plutôt bas pour les obligations (0,71). Ce bas niveau est dû en partie au grand nombre de cotations juste avant 1928, tandis que la grande phase d'émissions de 1929-30 n'est pas incluse dans cette période. Cependant, il semble qu'après 1914, le comportement des sociétés face au marché est beaucoup plus homogène : les nouvelles et les anciennes se financent de manières sensiblement identiques. La raison en est peut-être qu'une grande part des anciennes est constituée de "nouvelles" des deux périodes antérieures de modernisation (ce sont les sociétés que nous avons analysées dans le paragraphe précédent). Mais il est également possible que des facteurs imposent à l'ensemble des sociétés des comportements similaires.

III. B. 2. Examen sectoriel

III. B. 2. a. Tendances principales

L'étude sectorielle confirme ces grandes lignes, mais avec des décalages (tableau 2.12).

Dans les années 1890, un renouvellement massif en terme de nombre de sociétés, voire de capitalisation, est vérifié dans presque tous les secteurs modernes. Toutes les sociétés nouvelles n'adoptent pas pour autant des pratiques de financement plus ouvertes que les entreprises anciennes du même secteur : dans l'électricité, les tramways, l'alimentation, les divers mécaniques ou la sidérurgie, c'est presque l'inverse qui est vrai. Seules les sociétés nouvelles de la chimie, de la mécanique ou des grands magasins sont nettement plus extraverties que leurs homologues plus anciennes, mais ce elles ne sont pas les seules, puisque c'est aussi le cas de secteurs plus anciens comme le gaz et même les transports maritimes. En outre, leurs émissions sont encore trop faibles pour peser sur le marché.

**Tableau 2.12 : comparaison par période des sociétés inscrites à la cote
en cours de période et de celles présentes en début de période**

1°) 1891 à 1901

	Sociétés initiales		Sociétés nouvelles				Montants totaux		
	nb	V 1891	nb	% émissions act obl		%V 1901	Émissions act obl		V 1901
Assurances	37	706	7	ns	ns	8	2	4	798
Banques	22	1831	6	16	ns	3	474	0	2002
Soc. fonc. et immob	5	236	1	0	13	12	29	107	161
Canaux	3	7	1	0	0	0	0	0	6
Tramways	4	41	13	66	24	67	157	20	258
Docks et ports	7	156	0	0	0	0	0	9	101
Eaux minérales	2	58	3	0	0	18	7	0	79
Distribution d'eau	3	207	2	0	13	1	0	51	262
Distrib. d'électricité	3	32	12	88	52	67	48	93	190
Matériel électrique	1	22	4	0	100	100	2	12	40
Divers électriques	1	5	2	100	104	91	84	48	153
Textile	2	21	2	0	0	35	4	0	45
Gaz	13	780	8	0	8	5	13	113	678
Sidérurgie	7	100	10	69	24	59	17	37	491
Mécanique	10	101	10	86	47	44	56	54	173
Houillères	15	389	6	0	47	48	4	6	618
Mines métalliques	1	0	0	0	0	0	0	0	1
Pétrole	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Chimie	6	109	9	100	100	64	6	5	298
Transports terrestres	3	195	3	0	0	3	0	48	138
Transports marit.	11	368	3	100	14	13	29	95	351
Alimentation	6	70	11	58	20	57	12	18	232
Carrières et ciments	2	15	7	100	0	66	12	7	40
Grands magasins	1	41	3	100	100	64	11	11	134
Imprim. et papet.	6	143	8	0	0	33	1	3	165
Divers non méca.	9	69	13	96	0	40	15	3	88
Divers mécaniques	2	19	2	0	0	19	1	6	61
Services	65	2815	17	17	21	7	517	122	3096
Transports	28	767	20	31	24	3	186	172	853
B. d'investissement	18	224	24	83	45	58	74	102	703
B. intermédiaires	12	332	18	100	29	36	18	62	601
Énergie	32	1205	28	94	42	37	148	260	1638
B. de consommation	27	378	39	64	20	39	41	29	670
Total	182	5721	146	45	29	25	984	747	7562

Légende : les sociétés initiales sont celles qui sont déjà cotées en début de période. On fournit leur nombre et leur capitalisation (y compris les titres non cotés) en début de période. Les sociétés nouvelles sont celles qui apparaissent en cours de période, qu'elles survivent ou non en fin de période. On fournit leurs parts dans les émissions d'actions et d'obligations mesurées en francs constants, et la part de celles qui survivent dans la capitalisation totale de la cote en fin de période. Enfin, on fournit à titre indicatif le montant total des émissions durant la période (en millions de francs 1913) et la capitalisation finale de l'ensemble des sociétés cotées (en millions de francs courants).

Tableau 2.12 (suite)
2°) 1901 à 1913

	Sociétés initiales		Sociétés nouvelles				Montants totaux		
	nb	V 1901	nb	% émissions act obl		%V 1913	Émissions act obl		V 1913
Assurances	42	798	7	3	0	5	15	1	986
Banques	23	2002	12	42	100	18	1096	25	4534
Soc. fonc. et immob	6	161	5	100	93	42	36	94	383
Canaux	3	6	0	0	0	0	0	0	0
Tramways	15	258	4	47	45	24	197	193	569
Docks et ports	5	101	1	0	0	2	0	1	130
Eaux minérales	4	79	1	0	0	17	1	5	94
Distribution d'eau	4	262	0	0	0	0	0	35	283
Distrib. d'électricité	12	190	19	79	89	77	222	281	1338
Matériel électrique	4	40	1	0	0	0	8	2	44
Divers électriques	3	153	0	0	0	0	29	34	239
Textile	4	45	2	0	0	28	6	0	73
Gaz	20	678	5	64	62	41	136	155	697
Sidérurgie	17	491	5	40	23	17	190	161	1131
Mécanique	16	173	6	36	50	32	135	57	544
Houillères	18	618	3	4	0	32	15	56	1641
Mines métalliques	1	1	3	100	0	98	30	0	43
Pétrole	0	0	1	0	0	100	0	0	24
Chimie	13	298	7	48	43	14	18	10	495
Transports terrestres	6	138	2	2	7	12	96	103	277
Transports marit.	10	351	1	0	0	1	57	132	391
Alimentation	14	232	3	19	0	12	54	0	263
Carrières et ciments	8	40	0	0	0	0	2	1	52
Grands magasins	4	134	4	37	58	36	58	50	392
Imprim. et papet.	11	165	0	0	0	0	4	3	192
Divers non méca.	20	88	7	85	0	68	43	2	224
Divers mécaniques	4	61	4	48	0	25	41	6	259
Services	75	3096	28	43	83	19	1205	170	6294
Transports	39	853	8	27	22	13	350	429	1367
B. d'investissement	37	703	12	37	30	21	333	221	1719
B. intermédiaires	26	601	10	77	10	13	50	47	873
Énergie	53	1638	28	66	66	47	403	526	3940
B. de consommation	57	670	17	45	33	26	149	15	1106
Total	287	7562	103	44	46	26	2490	1408	15299

Tableau 2.12 (suite)

3°) 1913 à 1928

	Sociétés initiales		Sociétés nouvelles				Montants totaux		
	nb	V 1913	nb	% émissions act obl		%V 1928	Émissions act obl		V 1928
Assurances	45	986	20	46	0	9	24	1	4844
Banques	26	4534	17	23	0	11	440	0	16181
Soc. fonc. et immob	11	383	9	78	62	38	49	22	1726
Canaux	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Tramways	17	569	1	0	5	5	7	35	829
Docks et ports	6	130	1	0	0	2	0	-4	270
Eaux minérales	5	94	0	0	0	0	8	0	305
Distribution d'eau	3	283	0	0	0	0	40	18	1325
Distrib. d'électricité	31	1338	33	29	15	34	554	590	17822
Matériel électrique	4	44	11	45	46	48	47	13	842
Divers électriques	3	239	4	18	7	21	139	87	1737
Textile	5	73	24	77	41	83	117	26	4498
Gaz	15	697	1	4	2	10	115	153	3831
Sidérurgie	19	1131	9	17	20	30	404	313	6839
Mécanique	21	544	28	41	48	49	293	207	3944
Houillères	19	1641	9	23	12	40	234	118	10919
Mines métalliques	4	43	4	78	0	85	13	5	420
Pétrole	1	24	3	36	0	75	42	5	378
Chimie	20	495	18	46	44	43	323	148	10009
Transports terrestres	6	277	5	15	0	23	13	31	656
Transports marit.	9	391	8	23	39	25	204	142	1873
Alimentation	12	263	31	55	61	61	104	42	4077
Carrières et ciments	6	52	8	57	88	69	54	16	1584
Grands magasins	8	392	10	33	10	40	160	45	4276
Imprim. et papet.	11	192	6	43	100	52	41	12	1299
Divers non méca.	20	224	45	46	48	52	170	39	3972
Divers mécaniques	8	259	19	71	59	77	164	44	3749
Services	90	6294	56	30	27	17	673	67	27027
Transports	39	1367	15	22	28	18	223	204	3627
B. d'investissement	44	1719	48	28	32	38	744	532	11625
B. intermédiaires	33	873	30	44	42	43	430	188	13338
Énergie	69	3940	50	24	12	33	1083	954	34688
B. de consommation	61	1106	125	60	57	66	605	163	17899
Total	336	15299	324	34	25	36	3758	2107	108205

Tableau 2.12 (fin)
4°) 1928 à 1936

	Sociétés initiales		Sociétés nouvelles				Montants totaux		
	nb	V 1928	nb	% émissions act obl		%V 1936	Émissions act obl		V 1936
Assurances	63	4844	2	3	0	1	62	0	2508
Banques	40	16181	10	16	35	8	494	12	6461
Soc. fonc. et immob	19	1726	4	23	44	12	48	90	773
Canaux	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tramways	14	829	0	0	0	0	10	6	479
Docks et ports	7	270	0	0	0	0	2	-1	225
Eaux minérales	5	305	1	0	0	12	0	1	265
Distribution d'eau	3	1325	1	5	0	2	41	59	2003
Distrib. d'électricité	62	17822	11	8	8	13	414	486	12689
Matériel électrique	14	842	2	69	24	16	51	20	471
Divers électriques	7	1737	2	10	0	10	105	15	962
Textile	28	4498	4	2	0	27	22	35	1418
Gaz	16	3831	4	20	0	21	32	-7	3686
Sidérurgie	27	6839	2	3	1	0	141	146	3383
Mécanique	41	3944	6	3	0	12	120	75	1782
Houillères	26	10919	1	0	0	2	100	1	4598
Mines métalliques	6	420	0	0	0	0	8	10	139
Pétrole	4	378	2	62	59	68	136	73	1124
Chimie	33	10009	10	7	12	18	229	82	6415
Transports terrestres	9	656	3	0	7	12	8	24	516
Transports marit.	14	1873	0	0	0	0	58	144	806
Alimentation	41	4077	9	0	5	6	28	44	2860
Carrières et ciments	13	1584	3	24	0	25	39	16	576
Grands magasins	17	4276	6	27	10	17	31	72	1660
Imprim. et papet.	15	1299	1	0	5	4	25	30	979
Divers non méca.	53	3972	15	15	28	16	105	65	2197
Divers mécaniques	25	3749	8	30	26	11	84	32	1891
Services	139	27027	22	16	29	8	634	174	11402
Transports	44	3627	3	2	1	3	79	173	2026
B. d'investissement	82	11625	10	14	3	5	312	240	5636
B. intermédiaires	55	13338	14	9	6	15	317	167	9133
Énergie	115	34688	20	17	15	14	787	568	23060
B. de consommation	167	17899	38	16	15	12	263	208	9609
Total	602	108205	107	15	12	12	2393	1529	60866

Dans la décennie suivante, cet afflux se poursuit dans la plupart de ces secteurs, augmentés de la sidérurgie. En outre, les montants émis augmentent sensiblement, au moins dans la sidérurgie, la mécanique ou le gaz. Ils restent cependant faibles dans des secteurs modernes et dynamiques comme la chimie, les grands magasins ou l'alimentation. Dans l'électricité, les sociétés les plus importantes sont déjà cotées pour la plupart, et procèdent à des émissions massives, de sorte que les entreprises nouvelles n'ont pas un comportement plus ouvert.

Enfin, dans les années 1920, si quelques secteurs conservent un fort renouvellement (chimie, électricité, mais aussi textile et transports maritimes), celui-ci n'implique pas davantage un comportement de financement différent. Dans la plupart des secteurs, on constate plutôt comme plus haut une homogénéisation des sociétés anciennes et nouvelles. Dans plusieurs cas, les sociétés nouvelles sont même nettement moins émettrices que les anciennes, soit parce que cotées tard, soit parce que les anciennes dominent désormais le marché (c'est le cas en particulier pour l'électricité et le gaz, mais aussi la sidérurgie). Enfin, certains secteurs dynamiques de la période précédente sont en plein repli, comme les tramways.

La transformation de la cote et l'augmentation du poids du financement de marché se sont donc effectués selon des modalités complexes. On peut distinguer les principaux modèles suivants :

- Certains secteurs se renouvellent très peu. C'est le cas des canaux (qui disparaissent même), des ports et docks, des eaux minérales et, à un moindre degré, des compagnies d'assurances, et des compagnies de distribution d'eau. Dans tous ces secteurs, qui correspondent en général à des technologies stables ou à la simple exploitation d'investissements antérieurs, les entrées sont peu nombreuses, les disparitions également, et la capitalisation est dominée par les sociétés anciennes malgré des émissions faibles ou nulles.

- Une autre catégorie de secteurs anciens est plus dynamique : on y voit des entrées et des disparitions, même si les sociétés anciennes dominent massivement capitalisation et émissions. Les banques, les transports maritimes et terrestres, l'imprimerie-papeterie sont dans ce cas, et connaissent périodiquement des flux d'entrées nouvelles imposant un certain dynamisme aux anciennes sociétés dominantes. On trouve parfois dans ces secteurs une séparation entre sociétés anciennes et nouvelles quant au moyen de financement privilégié : ainsi dans l'imprimerie, les sociétés nouvelles émettent la majeure partie des obligations et les anciennes des actions.

- Un peu plus d'entrées, parfois même concentrées dans le temps si elles provoquent un renouvellement de la cote grâce à un recours massif aux émissions, et l'on peut parler, même pour des secteurs anciens, d'un élan nouveau dans les modes de financement comme dans le dynamisme sectoriel. C'est ce qu'on constate dans le textile, où la concurrence d'un nombre limité mais régulier de sociétés, qui s'enfle avec le temps, entraîne un renouvellement permanent de la cote. Ceci est également vrai des houillères et, de manière plus ponctuelle, des sociétés immobilières, des carrières (années 1920), du gaz (années 1900) et de l'alimentation (années 1920).

Pourtant, dans la plupart des cas, ce renouvellement n'entraîne celui des modes de financement qu'avec retard. Ce n'est qu'un certain temps après leur cotation que les sociétés peuvent réellement procéder à des émissions importantes. Jusque là, sauf les situations privilégiées des activités traditionnelles de la Bourse (transports, services, énergie), les émissions ne peuvent atteindre une réelle importance. Malgré tout, ce sont ces sociétés dynamiques qui imposent peu à peu un changement de politique financière aux anciennes entreprises dominantes de leur secteur. Celles-ci doivent abandonner l'autofinancement massif (voire les remboursements ou rachats de capital et les remboursements anticipés d'obligations) et se tourner vers le marché.

La caractéristique de ces secteurs est que les sociétés nouvelles sont en général initialement de petite taille, et ne viennent pas en Bourse d'emblée mais seulement quand leur développement le leur impose. Par ces traits, la sidérurgie et la chimie restent proches de ce modèle malgré un dynamisme supérieur, car le renouvellement y est permanent et les sociétés installées ne parviennent à aucun moment, malgré leur taille, à refermer l'entrée du secteur.

- Le dernier modèle inclut les nouveaux secteurs exigeant d'emblée des entreprises de grande taille et des investissements importants. Les sociétés en question peuvent accéder immédiatement à la cote du fait de leur taille et de leur fondation par des industriels et financiers réputés, et réaliser des émissions importantes dès leurs premières années. Les secteurs suivant ce modèle se concentrent en général fortement après une phase initiale assez ouverte, et monopolisent une part importante des ressources du marché, d'autant plus que l'intervention publique dans leurs tarifs (pour cause de monopole) limite l'autofinancement. Ils évoluent ainsi vers un statut semi-public. Ce modèle, qui avait été celui de chemins de fer et de la distribution d'eau au milieu du XIX^e siècle, est durant notre période emprunté à petite échelle par les tramways (dont l'heure de gloire ne dure qu'une quinzaine d'années avant 1914) et

surtout par les sociétés électriques ; le secteur pétrolier semble s'engager sur cette voie à la fin de notre période. Les grands magasins sont une exception, car si par leur rapide cotation, leur taille et leurs émissions importantes ils pourraient s'y apparenter, ils ne parviennent pas à refermer la concurrence, au moins durant notre période.

III. B. 2. b. Deux exemples de secteurs renouvelés : alimentation et électricité

Les deux derniers modèles sectoriels que nous venons de décrire sont au centre du rôle du marché financier durant notre période. Ils peuvent être illustrés par deux exemples.

L'alimentation fournit un bon cas de secteur ancien fortement renouvelé grâce au marché financier. En 1891, les sociétés d'alimentation cotées sont seulement 6, leur capitalisation ne dépasse pas 70 millions. Ce secteur est dominé par quelques sociétés de taille moyenne (Bénédictine, Duval, Glacières de Paris, Grands moulins de Corbeil), pratiquant assidûment l'autofinancement. Quelques petites sociétés sont cotées dans les années 1890, mais disparaissent toutes dans les années suivantes. Deux nouvelles entreprises importantes apparaissent : les sucreries Say (1899) et les Caves de Roquefort. Mais le recours au financement externe est aussi faible de la part des sociétés nouvelles que des anciennes. En 1913, la capitalisation totale des 12 sociétés cotées est de 266 millions, soit une assez faible croissance en Bourse puisque aux 70 millions d'origine il faut ajouter les 75 et 24 millions de capital des deux sociétés nouvelles lors de leur inscription. Toutes ces entreprises semblent encore très familiales, comme le suggèrent des remboursements de capital substantiels.

Le changement est considérable après 1914 : 31 sociétés nouvelles sont cotées avant 1929, parmi lesquelles certaines très dynamiques (Olida, Félix Potin, Saint-Raphaël). Leur capitalisation en 1928 est supérieure de plus de moitié à celle des 10 sociétés héritées de l'avant-guerre, et le montant de leurs émissions d'actions et d'obligations atteint 83 millions avant 1929 (c'est-à-dire en général dans un bref délai après leur inscription à la cote). Il semble ainsi que les pratiques conservatrices des vieilles sociétés dominant la cote (qui se financent encore à 78% par bénéfices retenus dans les années 1920, et continuent à effectuer régulièrement des remboursements de capital) soient en train de céder la place à un capitalisme plus dynamique.

La distribution d'électricité est le principal exemple durant notre période de l'apparition d'un nouveau secteur dominant s'appuyant fortement sur le marché financier. Les sociétés de distribution d'électricité apparaissent à la cote en petit nombre avant 1900 (leur capitalisation en 1901 ne dépasse pas 190 millions pour 11 sociétés), en bataillons plus serrés entre 1901 et 1914 puis entre 1914 et 1928 (respectivement 19 et 33 nouvelles). D'emblée, elles sont de ferventes adeptes du financement externe (actions et obligations) et de la concentration. Les sociétés créées sont de plus en plus grandes, afin de bénéficier des économies d'échelle : après les grandes cotations de la décennie 1890 (Société d'éclairage et de force, fondée en 1890 et cotée en 1894 ; Forces motrices du Rhône, 1892-95 ; Nord-Lumière, 1898-1901), celles de la décennie suivante atteignent une taille nettement supérieure (en particulier la Parisienne de distribution d'électricité, créée et cotée en 1908 et dont les seules actions capitalisent 266 millions en 1913, mais également l'Électricité de Paris (1903-05), Ouest-Lumière (1905), Électricité et gaz du Nord (1911), ou l'Énergie électrique du littoral méditerranéen. Si dans la décennie qui précède 1914, les plus anciennes ont encore tendance à maintenir un prudent autofinancement (74% du financement), ce n'est manifestement pas le cas des nouvelles qui réalisent déjà 79% des émissions d'actions, 89% de celles d'obligations et atteindront en 1913 77% de la capitalisation du secteur.

Après 1918, le secteur devient dominant et ne se renouvelle plus de la même manière : les sociétés nouvelles sont nombreuses mais plus petites, et ne sont plus en mesure de modifier la hiérarchie du secteur comme c'était le cas auparavant : malgré leur nombre, elles ne représentent en 1928 qu'un tiers de la capitalisation du secteur, et n'ont réalisé qu'environ 22% des émissions de la décennie. Les grandes sociétés installées poursuivent en effet leur développement en s'appuyant toujours sur le financement externe (42% de leurs ressources) : elles passent d'une valeur de 1,3 milliards en 1913 à 2,1 en 1928 après avoir réalisé pour près de 900 millions d'émissions (le tout en francs 1913). Même si sa croissance se ralentit, ce secteur est désormais d'un poids considérable (16,5% de la capitalisation totale de la cote hors chemins de fer et Crédit foncier, et 19,5% des émissions d'actions et d'obligations) ; il continue à se restructurer, soit par prises de participations, soit par absorption de petites sociétés par les plus grandes (qui représentent 6% de leur croissance entre 1914 et 1928), et résiste remarquablement à la crise des années 1930.

Conclusion

L'hypothèse schumpeterienne proposée ci-dessus permet donc bien de comprendre un certain nombre d'aspects des transformations du mode de financement des entreprises. Elle montre qu'une grande part de l'évolution de la cote et des émissions résulte de la superposition de deux dynamiques : l'une est interne à chaque secteur, au sein duquel des sociétés nouvelles tentent (avec plus ou moins de succès) de prendre le pas sur leurs aînées en accélérant leur croissance par recours au marché ; l'autre est une dynamique globale des rapports entre les secteurs, liée au rythme différentiel des innovations, mais aussi aux formes particulières de financement propres à chaque secteur. Si on admet cette hypothèse, on doit considérer que le marché financier a joué efficacement son rôle dynamique de vecteur de l'allocation de capitaux vers les nouvelles activités industrielles.

Cependant, rien n'assure que cette hypothèse suffise à expliquer la dynamique d'ensemble du marché financier. Ainsi, quel que soit le dynamisme de certaines entreprises, le caractère plus tardif et limité que dans d'autres pays de la croissance des grands secteurs de la seconde révolution industrielle en France (au moins avant 1900, voire au seuil des années 1920), montre que l'hypothèse du dynamisme créateur spontané n'est pas suffisante.

Sans la contredire, des transformations institutionnelles et structurelles, ou les effets de la conjoncture ont pu avoir un effet important qui explique davantage l'évolution du marché.

En deçà de l'hypothèse schumpeterienne, la deuxième partie de cette étude examinera l'idée selon laquelle l'évolution des formes du financement des entreprises s'expliquerait d'abord par une adaptation optimale des entreprises à quelques contraintes élémentaires : la fiscalité, les variations des coûts des divers moyens de financement, les conditions du contrôle des sociétés et les relations entre dirigeants et épargnants seront au centre de notre attention. Le caractère fortement intensif (augmentation du financement externe des sociétés cotées) et non seulement extensif (augmentation du nombre de sociétés cotées) du développement du marché impose de considérer ces comportements individuels des entreprises, qui sont au cœur de la théorie micro-économique du financement.

Au delà de l'hypothèse schumpeterienne, nous recourrons dans la troisième partie à une explication par les modifications institutionnelles du

marché boursier et par les grandes transformation macro-économiques que connaît la France durant notre période.

Annexe 2.1 : discussion des hypothèses utilisées pour mesurer les parts des moyens de financement

La méthode que nous avons utilisée pour obtenir une vision nouvelle du financement des entreprises cotées repose sur un certain nombre d'hypothèses que nous avons cherché à rendre aussi conformes que possible à la réalité. Nous examinons ci-dessous dans quelle mesure la modification de ces hypothèses pourrait transformer nos résultats.

1. Dates frontières des différentes périodes

Nous avons cherché à choisir des dates de début et de fin de nos périodes de comparaison correspondant à des ruptures reconnues dans l'histoire économique française et permettant en même temps d'étudier des périodes suffisamment longues. La date de 1913 ou celle de 1928 s'expliquent ainsi ; pour 1891, des débats existent pour savoir si la période de reprise d'activité de l'économie date du début ou de la deuxième moitié des années 1890 ; le choix de cette date permet d'étudier deux sous-périodes d'une durée raisonnable avant 1913. Enfin, 1936 a été prise à défaut de dates plus tardives pour lesquelles les données fussent disponibles (dates qui auraient facilité la comparaison avec les autres travaux portant sur cette période). L'inconvénient principal est qu'il s'agit d'une année de minimum des cours, ce qui risque de sous-évaluer la valeur des entreprises (et donc, étant donné notre méthode, la part de l'autofinancement).

Il convient de remarquer que le passage des cours par un maximum ou un minimum ne suffit nullement à indiquer une déviation de l'équilibre. En particulier, les années 1891, 1901 et 1913 ne sont pas ordinairement considérées comme cas de bulles spéculatives. Les sommets atteints en 1928-29 étaient également relativement raisonnables si on considère les résultats des entreprises françaises dans les années 1920 et la sous-évaluation de la Bourse qui résulta longtemps de l'inflation, ou si on compare Paris aux grandes places étrangères (*cf.* chapitre 7). Enfin, les cours de 1936 traduisent sans doute sans excès la profonde crise économique que traverse alors la France entière.

Quelques estimations montrent que les déviations hors de l'équilibre qui ont pu se produire ne sauraient modifier profondément nos résultats. Ainsi, il faudrait plus que doubler la capitalisation boursière des actions en 1936 pour obtenir un taux d'autofinancement aussi élevé qu'avant 1913. La reprise des cours de 1936 à 1938 sera loin d'avoir cette ampleur (l'indice général n'augmente que de 16%). À l'opposé, supposer que la capitalisation de 1913 était trop élevée n'a pas d'effet ou presque : en la divisant par deux, on augmente seulement de huit points le taux d'autofinancement.

Pour la période 1891-1913, il est plus difficile de contester l'hypothèse que le marché est à l'équilibre ; si malgré cela on divise la capitalisation boursière des actions de 1913 par 1,25 pour tenir compte d'une surévaluation supposée des cours, tout en multipliant par deux celle de 1891 pour compenser une sous-évaluation, on n'abaisse le taux d'autofinancement que de 86,8 à 77,8%. On en conclut qu'il est difficile de contester sur cette base nos résultats principaux.

2. Validité des hypothèses sur les durées d'amortissement

L'hypothèse cruciale pour nos calculs concerne les taux d'actualisation imputés au capital physique comme immatériel des entreprises. Les estimations sur lesquelles nous appuyons nos calculs sont reprises de P. Villa (1993). Celui-ci fournit des estimations sectorielles des durées d'amortissement établies à partir des observations effectuées après 1945 par l'INSEE. Il utilise une loi de dépréciation linéaire sur une durée variant selon les secteurs entre 16 et 20 ans pour les matériels et entre 30 et 40 ans pour les bâtiments (ces durées sont les valeurs moyennes de lois de dépréciation normales dont les bornes sont 0 et 100 ans, ce qui est cohérent avec le fait que nombre d'actifs sont alors utilisés plus longtemps que ces durées moyennes). Pour calculer la durée moyenne d'amortissement dans le temps pour des flux

individuels d'investissements mêlant dans des proportions inconnues matériel et bâtiment, nous avons pondéré les durées ci-dessus par les parts des matériels et du BTP dans les investissements de l'ensemble des entreprises pour chaque année (P. Villa, 1993, séries IME et IBE). La part du bâtiment varie ainsi entre 37,5 (biens intermédiaires) et 80% (commerce) en 1896, entre 30 et 67% en 1913 et entre 24 et 68% en 1936 (les hiérarchies entre secteurs restant pratiquement constantes). Au total, la durée d'amortissement moyenne des investissements (matériel et bâtiment) réalisés en 1891 varie entre 24 et 30 ans selon les secteurs, et en 1913 entre 21 et 27 ans.

D'autre part, l'inflation a été déduite en prenant les indices du même auteur pour les prix de l'investissement en matériel et en bâtiment des entreprises. On peut ainsi calculer la valeur à la date t des investissements réalisés l'année n (en supposant qu'ils se répartissent entre matériel et bâtiment de la même manière que la moyenne de leur secteur).

$$V_{t,i} = V_{n,i} \cdot \%B_{n,i} \cdot pB_n \cdot [1 - \min \{dB_i, (t-n)\} / dB_i] \\ + V_{n,i} \cdot \%M_{n,i} \cdot pM_n \cdot [1 - \min \{dM_i, (t-n)\} / dM_i]$$

où $V_{t,i}$ est la valeur en t d'un investissement dans le secteur i , $\%B_{n,i}$ est la part du bâtiment dans l'investissement des entreprises du secteur i l'année n , pB_n l'indice des prix des investissements en bâtiment pour l'année n , dB_i la durée d'amortissement des investissements en bâtiment dans le secteur i (respectivement M pour les investissements en matériel¹⁰⁰).

Pour résumer, on peut dire que les taux d'actualisation, calculés par secteurs, intègrent deux éléments : d'une part, le taux d'amortissement est calculé à partir d'un taux de dépréciation stable pour chaque type d'actif (mais variable d'un secteur à l'autre) et de la modification des parts des deux actifs dans l'investissement de chaque secteur ; d'autre part, les variations de prix sont compensées au moyen d'indices différents pour les matériels et les bâtiments. Nous ne remettons pas en cause ici ce dernier élément, pour nous concentrer sur la construction des taux d'amortissement.

Les hypothèses sur les durées d'amortissement pour ce qui est des matériels ou des bâtiments semblent sujettes à moins de controverses que d'incertitudes. Il est probable que la durée de vie moyenne des matériels a diminué au fur et à mesure que le progrès technique et la concurrence internationale se diffusaient dans tous les secteurs ; quant aux bâtiments industriels, leur durée de vie devait souvent dépasser les 40 ans si l'on songe que de nombreux emprunts obligataires dépassaient alors 50 ans de terme, à une époque où il était mal considéré de demeurer endetté pour des actifs déjà amortis. On peut donc penser que les taux d'amortissement utilisés sont plutôt surestimés, au moins en ce qui concerne les années antérieures à la Grande guerre.

Une correction en ce sens augmenterait davantage la valeur en 1913 de l'actif initial (remontant à 1891) que celle des émissions ou des apports survenus depuis, car ceux-ci ont été réalisés massivement dans les années précédant immédiatement la guerre, ce qui limiterait la réévaluation de leurs montants. On peut donc s'attendre à ce qu'une telle correction tende à augmenter la part de l'autofinancement. À l'inverse, si cette sous-estimation de la durée de vie des actifs initiaux est également présente dans la seconde période, elle est certainement plus faible, tandis que cette fois les émissions survenues entre 1913 et 1936 ont été massivement réalisées entre 1918 et 1930, de sorte que leur réévaluation serait relativement plus forte (par rapport à celle de l'actif initial) que pour la période précédente : si sous-évaluation de l'autofinancement il y a, elle est donc certainement plus faible que pour la période la plus ancienne. Ceci ne saurait donc modifier l'idée que le financement externe a fortement augmenté d'une période à l'autre.

¹⁰⁰ On trouvera à la fin de cette annexe la liste des secteurs dans la nomenclature INSEE utilisée par Villa et à partir desquels sont calculées les taux d'amortissement ; pour chacun d'eux est ajouté la liste de nos secteurs correspondants.

Plus délicate est la double hypothèse selon laquelle l'ensemble de la valeur des actifs d'une entreprise se ramène à des matériels et à des bâtiments, et ce dans la proportion moyenne des investissements réalisés en cette année dans son secteur. Il est clair que cette dernière supposition biaise le résultat pour ce qui est de l'actualisation de la valeur initiale de l'entreprise : il est probable en effet que cette valeur, qui résulte des investissements accumulés antérieurement, comprend une proportion de bâtiments supérieure à celle qu'incluent les investissements réalisés dans l'année, puisque la part des bâtiments dans les investissements diminue avec le temps.

Ceci inciterait, toutes choses égales par ailleurs, à relever la durée d'amortissement pour la seule capitalisation boursière initiale, donc à en augmenter la valeur finale et à rehausser de ce fait la part de l'autofinancement. Il est cependant difficile d'estimer dans quelle proportion ce relèvement de la durée d'amortissement devrait être effectué, car cela devrait dépendre de l'âge des actifs de chaque entreprise à la date initiale. À titre indicatif, on a calculé les parts des différents moyens de financement au cas où le taux de dépréciation des actifs initiaux serait multiplié par 0,75 (proportion qui semble très large puisqu'elle correspond à un allongement de plus de 10 ans de la durée de vie des actifs initiaux). Même une modification aussi importante ne suffit pas à modifier nos résultats de manière importante. On verra en outre que la prise en compte des investissements immatériels devrait compenser cette sous-estimation de l'actif initial.

Outre les actifs matériels, l'actif de certaines sociétés comprend, pour des montants parfois importants, des titres (participations dans d'autres sociétés ou placements financiers) pour lesquels aucun amortissement ne semble nécessaire. Ceci n'entraîne probablement guère de biais en 1891, date à laquelle ces participations semblent encore assez peu développées, mais devrait inciter à augmenter la durée moyenne d'amortissement pour les émissions en numéraire (seules sujettes à être employées en placements financiers), en particulier dans les années 1920 et 1930. Nos calculs antérieurs risquent du fait de ce biais de surévaluer la part de l'autofinancement, mais certainement davantage dans la seconde que dans la première de nos périodes, ce qui renforcerait la diminution que nous avons constatée.

Nous avons cherché à réaliser une estimation de ce biais pour les deux secteurs dans lesquels les participations sont les plus importantes. En supposant qu'un quart des émissions en numéraire des années 1913-36 étaient destinées à acheter des participations (et comme telles ne devraient pas voir leurs montants amortis), nous dépassons certainement la réalité, car beaucoup des sociétés de notre panel ne procédaient probablement pas à de tels achats, et rien n'indique que celles qui le faisaient y aient affecté des ressources externes. Pourtant, la part des émissions en numéraire dans le financement ne passe dans cette hypothèse extrême que de 26,9 à 33,7% dans le cas des biens intermédiaires et de 35,5 à 41,8% dans le cas de l'énergie, entraînant une réduction symétrique de la part de l'autofinancement. Il est difficile de voir là une remise en cause profonde de nos résultats.

Le plus difficile reste l'estimation de l'amortissement des actifs immatériels. En effet, certains s'apprécient avec le temps s'ils sont correctement entretenus, comme les marques et noms de sociétés, voire les compétences du personnel, tandis que d'autres tels les brevets et les savoir-faire spécifiques ont de bonne chance de se déprécier relativement rapidement, tandis que certaines compétences deviennent obsolètes, et qu'il faut remplacer le personnel qui quitte l'entreprise. Enfin, l'évolution des prix de ces actifs est très difficile à mesurer : d'un côté les biens matériels voient leur prix relatif baisser dans le temps par rapport au travail, mais de l'autre le prix relatif du travail qualifié (facteur intensif des actifs immatériels) par rapport au non-qualifié baisse dans le temps. L'incertitude domine donc, même s'il est probable que la dépréciation de ces actifs est plus rapide que celle des matériels.

Par chance, on peut probablement considérer que tous ces éléments affectent surtout le coefficient d'actualisation de la valeur initiale de chaque entreprise, car les entrées de capitaux par émission de titres et même les apports sont probablement principalement destinés à l'investissement matériel. Le biais qui se présente ici compense donc probablement pour nombre d'entreprises, et surtout au niveau des secteurs entiers, le biais lié à la sous-estimation

de la part des bâtiments dans les actifs initiaux (et donc de leur durée d'amortissement) que nous avons envisagé ci-dessus. Nous avons ici aussi estimé les parts des différents moyens de financement au cas où la moitié de l'actif initial serait composé de biens immatériels dont la durée d'amortissement serait supposée inférieure à 23 ans. De nouveau, nos résultats principaux ont été sauvegardés.

3. Biais lié à la non-prise en compte des participations

Nous n'avons cherché pour l'instant à corriger le biais lié à l'absence de prise en compte des participations entre sociétés que pour ce qui est des durées d'amortissement. Nous pouvons également chercher à estimer les rôles respectifs des différents moyens de financement en ôtant les participations, c'est-à-dire en les consolidant. Il est important de noter que cette estimation correspond autant à une vue de l'esprit qu'à une réalité plus "profonde" que ce qu'expriment nos résultats antérieurs. En effet, l'existence de participations entre sociétés est un élément constitutif du système de financement particulier à la France de notre période (cf. M. Lévy-Leboyer, 1980, pp. 138ss), dans lequel certaines sociétés qui n'auraient que difficilement accès au marché financier peuvent réaliser des émissions parce que celles-ci sont partiellement couvertes par les sociétés-mères qui organisent le secteur.

Il conviendrait, pour prendre en compte les participations que les sociétés détiennent les unes dans les autres, de diminuer la capitalisation boursière globale de la part des capitalisations des sociétés-mères correspondant à celles de leurs filiales (quoique cette part ne semble pas toujours valorisée justement par le marché qui ne connaît pas le détail de ces participations). Il faudrait également ôter du montant des émissions la valeur des titres souscrits en numéraire par les sociétés-mères. Pour le calcul de la part de l'autofinancement dans le calcul de la croissance propre aux sociétés-mères, il conviendrait si l'on ôte les participations de leur capitalisation de déduire des entrées de capitaux les sommes qu'elles ont dépensées pour les acquérir. Au total, ces deux effets semblent devoir s'annuler pour une part importante.

Cependant, le risque d'un biais significatif demeure, surtout dans les secteurs où les participations se développent le plus : sont dans ce cas, plus que les banques (les participations des banques d'affaires croissent plutôt lentement et ne représentent qu'une part faible de la capitalisation de l'ensemble des banques, cf. chapitres 6 et 7), les secteurs des biens intermédiaires (compagnies de distribution d'eau, grandes sociétés chimiques) et de l'énergie (charbon et surtout électricité, qui construit son développement sur une interconnexion financière des sociétés parallèle à celle des réseaux). Certes, on remarquera que les sociétés holding sont fréquemment non-cotées (leur fonction est souvent de limiter l'intrusion d'actionnaires extérieurs dans la gestion), que c'est aussi le cas d'un grand nombre de filiales, et qu'une part non négligeable des prises de participations se fait contre apports (or l'examen détaillé des sociétés apporteurs pour l'ensemble des opérations que nous avons relevées montre qu'elles font rarement partie de la liste des sociétés cotées). Nous avons cependant cherché à estimer l'influence de ce phénomène sur nos résultats.

De même que ci-dessus, nous avons considéré que 25% des émissions en numéraire des années 1914-1936 étaient destinées à des prises de participation ; nous avons donc ôté leur montant des émissions en numéraire. D'autre part, nous avons supposé que la part des participations dans la valeur des sociétés en 1936 était proportionnelle à la part du montant nominal de ce quart des émissions dans leur capital social. Une estimation reposant sur ces hypothèses larges modifie très peu les parts des différents moyens de financement : celle des émissions en numéraire passe de 26,9 à 24% dans le cas du secteur des biens intermédiaires, et de 35,5 à 32,7% dans celui de l'énergie. Ce résultat, qui confirme notre raisonnement ci-dessus, semble rendre inutile une recherche très détaillée en ce domaine tant que l'objectif reste comme ici l'appréciation des ordres de grandeur des parts des différents moyens de financement.

Au total, les résultats obtenus semblent donc très robustes aux modifications des principale hypothèses utilisées

Liste des secteurs dans la nomenclature utilisée par P. Villa
et liste de nos secteurs correspondants.

- U 10 Services : assurances, banques et sociétés foncières et immobilières ;
- U09 Transports : canaux, tramways, docks et ports, transports terrestres, transports par eau et air ;
- U08 Commerce : grands magasins ;
- U06 Biens de consommation : eaux minérales, textile, imprimeries et papeteries, industries diverses ;
- U05 Biens d'équipement : matériel électrique, sidérurgie, mécanique et métallurgie ;
- U04 Biens intermédiaires : distribution d'eau, mines métalliques, chimie, carrières et ciments ;
- U03 Énergie : production et distribution d'électricité, divers électriques, gaz, houillères, pétrole ;
- U02 Industries agro-alimentaires : alimentation.