HAL
open science

Les marchés financiers : péril ou opportunité pour l'industrie ? Quelques enseignements d'un épisode oublié de l'histoire de la Bourse de Paris

Pierre-Cyrille Hautcoeur

To cite this version:

Pierre-Cyrille Hautcoeur. Les marchés financiers : péril ou opportunité pour l'industrie ? Quelques enseignements d'un épisode oublié de l'histoire de la Bourse de Paris. Industrie et finance, Dec 2009, Lyon, France. hal-00530079

HAL Id: hal-00530079

https://hal.science/hal-00530079v1

Submitted on 27 Oct 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les marchés financiers : péril ou opportunité pour l'industrie ? Quelques enseignements d'un épisode oublié de l'histoire de la Bourse de Paris*

Pierre-Cyrille Hautcoeur (EHESS et PSE)

En mars 1893, le président de l'Association de l'industrie française, l'ancêtre du Medef, est auditionné par la commission du budget du Sénat et on lui demande son avis sur la manière d'organiser le marché financier français[1]. Je crois que c'est la première fois que les entreprises (ou plutôt leurs patrons pour éviter l'anachronisme), sont invitées à donner leur avis sur cette question. Cette présentation porte sur les origines de cette question et finalement vise à comprendre pourquoi le patron des patrons de l'époque a répondu ce qu'il a répondu – ce que nous verrons ci-dessous. Tout d'abord, il faut que la question soit posée et cela ne va pas de soi alors – elle ne va d'ailleurs peut-être toujours pas de soi aujourd'hui alors qu'elle est, je crois, importante.

Les origines

La bourse pendant très longtemps n'est pas du tout un endroit pour les entreprises. Elle n'intéresse pas les entreprises. Mary O'Sullivan a montré (dans ce volume) pour les Etats-Unis, dans la tradition de Baskin (1988), que la bourse n'a longtemps pas été utilisée par les entreprises. C'est également vrai en France et ailleurs : les marchés boursiers apparaissent très tôt, mais essentiellement pour échanger de la dette publique. La bourse est créée et organisée sous l'Empire – et comme on le fait sous l'Empire, c'est-à-dire de manière stricte, avec un monopole des agents de changes qui forment une corporation censée apporter des garanties de

* Ce texte tente d'améliorer la version orale d'une intervention lors de la conférence « Les relations entre la finance et l'industrie: entre nécessité et antagonisme », Lyon, LEFI, 17-18 décembre 2009. Je remercie les organisateurs et les participants de cette conférence pour leurs remarques, et spécialement Véronique Dutraive pour son aide dans la préparation de cette version.

1 Impôt sur les opérations de bourse, Dépositions devant la Commission du Budget, Audition du Président de l'Association de l'Industrie Française, Archives du Ministère des Finances (CAEF), carton B34.010.

bonnes pratiques (presque de bonnes mœurs) mais aussi de bonne fin des opérations. Il existe une certaine surveillance du ministère des finances, voire de l'Empereur qui n'aime pas – comme il est souvent rapporté – que le crédit public soit coté sur un marché. Quelques entreprises sont cotées en Bourse assez tôt, comme la Banque de France (mais est-ce une entreprise tout à fait comme les autres, même à ses débuts privés ?), quelques concessionnaires de canaux ou de ponts : toujours des services publics pour lesquels le capitalisme privé doit s'articuler à la puissance publique, ce que le contrôle étatique des créations de sociétés anonymes encourage fortement (sur cet entre-deux du mi-privé, mi-public, voir Dunlavy 2004, Smythe, 2006, Wallis, 2005).

Dans les années 1830, cet ordre est bouleversé par une vague d'introductions en bourse d'entreprises industrielles. Cette fièvre des commandites débouche sur la première bulle spéculative sur des actions d'entreprises privées. Des bulles spéculatives sur la dette publique ou des actions para-publiques avaient eu lieu auparavant (la Compagnie du Mississippi en 1719-21), car qui dit titre coté, dit possibilité de bulle et les informations politiques y sont particulièrement propices avec les retournements qui peuvent se produire et les *insiders* qui peuvent avoir accédé à une information particulière. La bulle de 1835-38 a lieu en revanche sur des actions d'entreprises industrielles, ce qui inaugure un monde nouveau. Quantitativement, ce n'est certes pas grand' chose: le nombre des entreprises concernées est très limité, et elles ne sont pas de très grandes taille pour la plupart. Pourquoi sont-elles cotées ?

Traditionnellement il y deux motifs importants pour lesquels les actions sont cotées: liquidité et possibilité d'émissions. Les gens qui font coter les actions sont d'abord des actionnaires qui veulent vendre, souvent pour des raisons de cycle de vie: lors d'une succession, d'un partage, d'un changement de contrôle (même au sein d'une famille) ou d'une fusion, on a besoin de prix justes pour l'évaluation des parts des associés. Bien avant Walras on considère que le marché peut être un lieu relativement neutre pour fournir cette évaluation.

Les chemins de fer

Après le crack de 1838 pourtant, les entreprises familiales considèrent que les risques sont plus grands que les gains, et cessent pour longtemps d'envisager la cotation en bourse. Le marché va reprendre sa place à l'articulation des besoins de l'Etat et de ceux du grand capitalisme, et jouer un rôle majeur dans le plus grand programme d'infrastructures jamais lancé : les chemins de fer. La bourse est ici très nécessaire comme source de financement, pour convaincre des épargnants d'acheter des actions sans participer vraiment au contrôle, ce

qui suppose qu'ils puissent au moins vendre facilement, d'où la nécessité d'un marché liquide. De fait, la construction des chemins de fer requiert de longs travaux d'infrastructures avant que le moindre revenu ne rentre; une situation très différente de la plus grande partie de l'industrie où on peut développer l'activité essentiellement par autofinancement, ce qui rend peu nécessaire le recours au marché. Pour les chemins de fer, les investissements sont considérables pendant plusieurs décennies, souvent de l'ordre de 20% de l'ensemble de la formation nette de capital fixe nationale, 2% du PNB (Verley, 1989).

Pour ces montants énormes, les banquiers d'affaire reprennent et adaptent les méthodes qui ont été mises au point pour la dette publique, en particulier pour les grands emprunts des années 1818-1822 qui ont permis la libération du territoire. Comme pour la dette publique, placer rapidement de grandes quantités de titres pour des montants très élevés suppose d'atteindre une population plus large que les relations personnelles des banquiers d'affaires, une population qui souhaite la liquidité mais ne réalise pas beaucoup d'opérations parce qu'elle n'est pas composée de professionnels des affaires mais de bourgeois à la recherche d'une forme commode d'épargne retraite. Pour assurer la liquidité, il faut donc une population de financiers professionnels qui animent le marché, prennent provisoirement des titres avant de les écouler dans leur clientèle d'épargnants durables (de les « classer » comme on dit à l'époque) mais maintiennent la liquidité minimale exigée par ceux-ci; il faut aussi que ces professionnels contribuent à la crédibilité durable du marché.

Quoique les chemins de fer aient permis dans les années 1840 et surtout 1850 un développement considérable du marché, l'industrie continue à rester à l'écart de celui-ci, sauf exception. Les nouveaux secteurs qui y recourent sont encore des services publics en concession privée: la distribution d'eau et de gaz, ou les tramways vers 1900. L'échelle n'est pas celle des chemins de fer, parce que si on a également besoin dans ces cas de construire des réseaux avant de pouvoir commencer à gagner de l'argent, on peut néanmoins mieux fractionner les investissements (les réseaux sont plus locaux). La vraie deuxième vague de recours au marché pour l'investissement concernera plutôt les réseaux électriques, en particulier les investissements d'interconnexion qui ne prennent de l'ampleur qu'entre les deux guerres.

Même si les chemins de fer ont vu émerger un marché des actions non-négligeable, celles-ci ne se diffusent pas dans un très large public. La grosse masse des titres de chemin de fer est représentée par des obligations, qui se diffusent beaucoup plus largement (Neymarck, 1903). En effet, à une époque où aucune norme comptable n'existe et où la concentration de la propriété des actions reste la norme (même dans les chemins de fer), les obligations

fournissent bien plus de garantie de voir son capital rémunéré. Les actions elles-mêmes, pour rassurer les investisseurs, promettent en général un dividende minimal de l'ordre de grandeur d'un coupon obligataire (5 ou 6%), même s'il vient évidemment après la rémunération des créanciers. La multiplication d'obligataires ou d'actionnaires nouveaux venus et inexpérimentés, et leur fureur lors des krachs qui suivent (en 1847 et 1857 pour les chemins de fer) les grandes périodes d'enthousiasme pour les nouvelles technologies (on parlait de nouvelle économie pour les chemins de fer au moins autant que pour internet un siècle et demi plus tard), conduisent le gouvernement français (et d'autres) à garantir les intérêts de certaines obligations de chemins de fer, voire d'assurer un dividende minimal à certaines actions, ce qui renforce l'interdépendance public-privé et stabilise le marché financier, mais donne aussi lieu à des accusations de complicités ou de prévarication (comme lors du scandale de Panama en 1889), car si les pertes sont nationalisées, les profits restent bien privés, et le contrôle public limité. En sens inverse, au 20e siècle, le contrôle public des tarifs d'entreprises – justifié par leur situation de monopole – s'avère source de grandes difficultés pour les chemins de fer comme pour l'électricité avant même les nationalisations de 1936 et 1945.

La Bourse et les banques: complementarités

Si le marché boursier ne contribue que peu au financement d'entreprises industrielles qui restent rarement cotées pendant l'essentiel du 19e siècle, il permet en revanche une transformation du financement de l'économie à travers l'émergence et le rapide développement des banques de dépôt. Longtemps, la Banque de France est la seule banque en société anonyme, la seule aussi à être cotée en bourse, ce qui n'a rien de surprenant étant donné sa taille prépondérante au sein d'un système bancaire composé essentiellement de banques locales ou régionales assurant du financement de court terme via l'escompte d'effets de commerce, et de quelques banques d'affaires disposant de capitaux propres importants mais dont l'activité se concentrait d'abord sur l'émission de dettes souveraines et le développement d'un petit nombre de grandes entreprises (dont les chemins de fer).

Avec les banques de dépôt (Comptoir d'escompte, Crédit lyonnais, Société générale pour ne citer que les trois principales), les banques investissent dans un réseau de succursales destiné à leur permettre de récolter des dépôts importants et à changer d'échelle dans le financement de l'activité économique. Ces réseaux et plus largement leur fonctionnement requièrent des fonds propres beaucoup plus élevés, qu'elles lèvent sur le marché financier dans les années 1860 et 1870. La banque devient ainsi, après les chemins de fer, le second secteur dont le

dynamisme et le renouvellement dépend fortement du marché. Elles vont en retour tenter de le développer, à la fois en investissant elles-mêmes dans des entreprises cotées, en aidant des industriels à accéder à la bourse et en incitant la clientèle de leurs agences à y placer leur épargne.

C'est donc en partie du fait des banques qu'à la fin du 19e siècle on voit croître le nombre d'entreprises industrielles de taille moyenne qui recourent au marché financier. Les entreprises restent certes surtout financées par autofinancement; même lors de vagues d'innovations, le financement externe est dans une large mesure apporté par des familles fortunées (ce que les fortes inégalités de l'époque facilitent). Mais la bourse est devenue un lieu plus familier et plus crédible, qui n'est plus synonyme de casino, de sorte qu'elle devient une solution envisageable pour rendre liquide des participations industrielles ou pour lever des capitaux. Des paquets d'actions sont introduits en bourse soit par la famille créatrice de l'entreprise (qu'il s'agisse de membres sans fonctions dirigeantes souhaitant récupérer leurs capitaux, ou de dirigeants envisageant une levée de fonds que la famille ne peut assumer), soit par les financiers proches qui veulent à un moment ou un autre se retirer et parmi lesquelles dominent les banques, qu'il s'agisse des banques de dépôt ou plus encore des banques régionales qui se développent pendant la deuxième moitié du 19e siècle. Ces dernières, qui fournissent réellement des capitaux à l'industrie doivent, quand elles ont accumulé des créances un peu trop importantes sur une entreprise, les transformer en titres et les revendre sur le marché de manière à diversifier leur risque et remettre leurs capitaux en activité dans d'autres entreprises.

Les entreprises et les bourses françaises

Quelle est l'importance quantitative de ce phénomène ? Pour l'observer, il faut mesurer l'activité des bourses françaises. A la fin du 19e siècle, il existe 6 bourses officielles (à Parquet) en France, à Paris, Lyon, Lille, Marseille, Bordeaux, Toulouse et une bourse officieuse à Nancy. S'y ajoute la Coulisse à Paris, marché officieux bien établi. Lille et Lyon sont les deux seules bourses régionales ayant une certaine importance en 1900. Le tableau 1 montre le nombre de titres d'entreprises françaises cotées, en exceptant le secteur des chemins de fer et le Crédit foncier, qui relèvent largement du para-public à cette époque. En termes de nombre d'entreprises, les bourses de province ne sont pas négligeables: Lyon et Lille représentent ensemble plus d'un tiers du total; on monterait peut-être à une petite moitié si les trois autres bourses régionales étaient ajoutées ainsi que celle de Nancy. En termes de capitalisation cependant, le Parquet parisien est beaucoup plus dominant, ce qui n'a rien de

surprenant puisqu'il joue le rôle de marché national et non seulement régional, de sorte que les plus grandes entreprises y sont en général cotées. Même en exceptant les chemins de fer, il représente plus de 70% de la capitalisation des actions françaises. Si l'on se restreint aux entreprises non financières, la prédominance du Parquet parisien est un peu moindre, puisque près d'un tiers de sa capitalisation correspond à des entreprises financières (banque et assurance) qui sont négligeables en province.

Lyon et Lille parviennent à maintenir, voire à développer leur activité (pour Lyon avant le krach de 1882 qui la touche fortement) pour deux raisons très différentes: Lille est une bourse mono-activité spécialisée dans les actions des houillères du Nord (qui représentent 88% de sa capitalisation). Lyon est au contraire diversifiée, cotant de nombreux titres des nouvelles industries électriques, mécaniques et chimiques qui se développent durant cette période de seconde révolution industrielle.

Pourtant, les bourses de province restent modestes. La Coulisse, second marché parisien qui est loin d'être principalement centrée sur les titres privés français, est presque aussi importante que la bourse de Lyon dans ce domaine. En fait, si l'on excepte les grandes houillères lilloises, dont la cotation à Lille ne se traduit pas par une intense activité boursière mais correspond au contraire à la volonté des dirigeants d'éviter le développement d'un marché actif qui pourrait menacer leur contrôle, la capitalisation des bourses de province est très réduite: un milliards de francs peut-être au total, obligations comprises, à comparer à près de 8 milliards à Paris. Si l'on considère le secteur privé au sens large, en incluant les obligations de chemin de fer et celles du Crédit Foncier qui totalisent 5 milliards de plus d'obligations cotées à Paris, le Parquet parisien devient encore plus dominant.

Tableau 1. Principales bourses françaises, 1900
Activité sur titres d'entreprises françaises

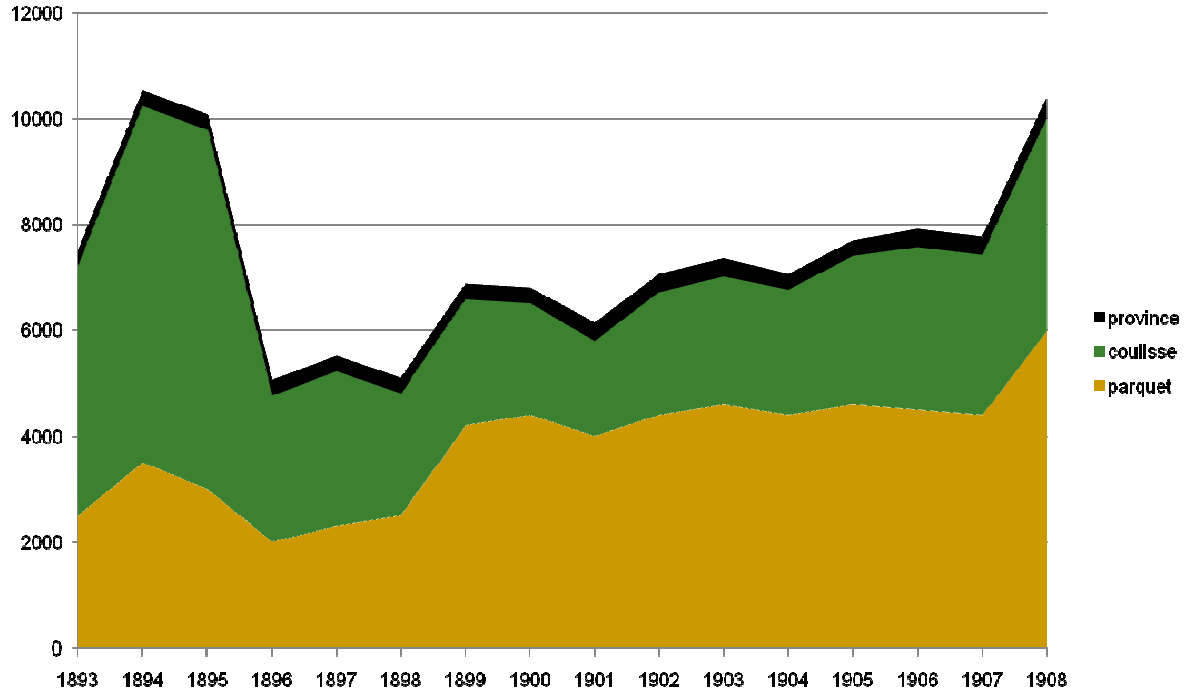
	Lyon	Lille	Coulisse	Parquet	Province	Coulisse	Parquet
Nombre d'entreprises					Pourcentages		
Actions	145	80	108	310	35%	17%	48%
Obligations	20	39	27	98	32%	15%	53%
Total	165	119	135	408	34%	16%	49%
Capitalisation							
Actions	689	1677	444	6656	25%	3%	71%
Obligations	42	87	41	1176	10%	3%	87%
Total	731	1764	484	7832	23%	3%	73%

Source : Hautcoeur, 1994.

Liquidité et organisation de place

Si malgré, l'attractivité des bourses de province pour des entrepreneurs qui préfèrent leur caractère local et la liquidité limitée et contrôlée qu'elles offrent, les bourses de Paris sont aussi dominantes, c'est parce qu'elles sont les seules où une véritable liquidité soit présente de manière non pas occasionnelle mais permanente. Les sources boursières françaises sont très pauvres sur la liquidité. Néanmoins, en 1893, la création d'un impôt sur les opérations de bourse donne une idée d'ensemble. Certes, la mesure est imparfaite car elle agrège toutes les opérations alors que les opérations au comptant paient un taux double de celui des opérations optionnelles et à terme qui représentent une part importante du total. Néanmoins, elle montre d'emblée le caractère massif des transactions: même en prenant le taux des opérations au comptant, ce qui minime le total, on obtient pour 7,5 millions de recettes un montant de transactions de 7,5 millions / 0,005% soit 15 milliards de francs, près de 50% du PIB. C'est important, même au regard des transactions que l'on observera à la fin du 20e siècle. Mais ces opérations sont très centralisées à Paris (graphique 1) : l'ensemble des marchés de province représentent plus ou moins l'épaisseur du trait c'est-à-dire pratiquement toujours moins de 5 % des transactions. Ils cotent un grand nombre de titres, ce qui suggère que les banques parviennent à convaincre avant l'introduction les propriétaires des entreprises et des investisseurs extérieurs qu'ils peuvent les utiliser pour donner de la liquidité à leur patrimoine. Lors de l'introduction, il est vraisemblable (les banquiers savent faire cela depuis longtemps) que l'on en parle dans la presse locale et que les perspectives semblent bonnes. Mais par la suite, la liquidité disparaît, de sorte que les investisseurs extérieurs qui ont acheté les titres se retrouvent « scotchés » avec, ne peuvent plus se retirer sauf à accepter des décotes considérables : nombre de titres ne sont plus cotés qu'à de longs intervalles (qui peuvent atteindre plusieurs mois), de sorte que les bourses ne jouent pas leur rôle et finissent par décourager leur clientèle potentielle.

Graphique 1 Transactions sur les Bourses françaises
mesurées par l'impôt sur les opérations de bourse



Source Hautcoeur & Riva, 2007

Pourquoi toute la liquidité est-elle concentrée à Paris alors que beaucoup d'entreprises ont besoin de liquidité sur les marchés de province ? Certes, on peut comprendre que les titres d'envergure nationale aient une plus grande liquidité, et que Paris concentre l'activité dessus, en particulier sur la dette publique. C'est le fait habituel des économies d'échelle qui existent dans l'activité boursière : la liquidité appelle les investisseurs, qui renforcent la liquidité. Pourtant, la concurrence entre bourses peut aussi exister. Elle est importante aux Etats-Unis, où des bourses parfois dynamiques ont existé à Chicago ou Boston ; elle l'a même été à Lyon, dont la Bourse a connu une heure brillante dans les années 1870. Sur le papier, la réglementation est la même pour les parquets de Paris et de province, qui pourraient donc se concurrencer.

La concurrence entre Coulisse et Parquet et les réformes de 1893 et 1898

Ce qui fait la richesse et la spécificité de Paris est la présence, à côté du marché officiel, de la

Coulisse : un marché illégal mais toléré, aux pratiques considérées comme spéculatives, dominé par des intermédiaires peu respectés parce que souvent allemands ou juifs (voire les deux), qui plus est – à l'encontre des règles strictes du Parquet – spéculateurs pour leur propre compte à côté de leur activité d'intermédiation (et sans distinction claire avec celle-ci). La coulisse est la seule à pouvoir et savoir faire l'arbitrage entre Paris, Londres, Berlin, voire New York qui fait de Paris une grande place financière internationale. Le graphique montre clairement qu'en termes de liquidité ce marché n'est nullement marginal.

La Coulisse est là depuis toujours. C'est un peu paradoxal parce que le marché parisien est organisé de manière efficace et rigoureuse par le Premier Consul Bonaparte, qui lui donne des règles strictes et établit un monopole au profit du parquet des agents de change. Malgré ce monopole légal, la Coulisse fleurit, réalisant souvent une grande partie des transactions, en particulier sur les titres les plus liquides que sont les rentes françaises mais aussi peu à peu sur beaucoup d'autres.

Le succès de la Coulisse renforce alors l'idée qu'un marché officiel et réglementé est inutile. Tous les libéraux de la deuxième moitié du 19e siècle vont d'ailleurs argumenter les uns après les autres qu'il faut supprimer le monopole des agents de changes et libéraliser l'activité boursière de manière à accroître la liquidité et le dynamisme du marché. En 1893 cette question est débattue, et c'est à cette occasion que l'on fait venir le président de l'association de l'industrie française en audition au Sénat. La chose est d'ailleurs alors quasiment entendue, car des hommes politiques d'un poids certain comme les futurs Présidents de la République Félix Faure et Raymond Poincaré ont exprimé devant l'Assemblée nationale qu'il fallait supprimer ce monopole absurde et au Sénat la Commission du budget (qui est en charge de la question) est présidée également par quelqu'un de favorable à cette suppression. Dans les travaux préparatoires des débats, le Ministère des finances estime qu'à peu près 70 % des transactions réalisées en France sont faites par la coulisse. Le monopole des agents de change est donc supprimé au détour de la loi de budget de 1893. Tout simplement, la loi fiscale créant l'impôt sur les opérations de bourses (un impôt populaire même si de modeste rapport) exige que toute personne réalisant des opérations de bourse paye cet impôt.

En ne spécifiant pas qui est habilité à payer cet impôt, la loi de 1893 autorise de fait n'importe qui à faire des transactions de bourse, et donc libéralise totalement le marché. De fait, dès le lendemain de cette création on va voir des banques, désormais sans inquiétude sur la légalité de l'opération, croisent les ordres de vente et d'achat de leur clientèle (c'est le moment où les grandes banques de dépôt en pleine croissance développent une énorme activité pour placer et pour faire le service des titres pour leur clientèle). Elles payent l'impôt, comme le font

désormais les coulissiers, dont la situation est donc légalisée, tandis que le monopole des agents de change, quoique non aboli en droit, l'est en fait.

Or, le patronat est contre. En tout cas, le président de l'Association de l'industrie française, lorsqu'on l'interroge officiellement sur le sujet, déclare sa préférence pour le Parquet et le rôle traditionnel des agents de change. Est-ce par solidarité sociale au sein de la grande bourgeoisie catholique parisienne ? L'hypothèse mériterait peut être d'être examinée en détail dans la lignée des travaux de Patrick Verley (2010) et de la thèse de Paul Lagneau-Ymonet (2009). Mais il est possible d'y voir une explication économique, et c'est celle-ci que je voudrais défendre.

La complémentarité Coulisse-Parquet

La loi de 1893 ne met pas fin à l'oppression de la Coulisse par le Parquet, comme certains doctrinaires du libéralisme veulent le faire croire à l'époque. Pendant tout le 19e siècle avait déjà existé une forte complémentarité entre la Coulisse et le Parquet, au sein de laquelle la Coulisse contrôlait une bonne partie du marché (Hautcoeur & Riva, 2007). Cette complémentarité reposait sur l'hétérogénéité des investisseurs, des titres et des émetteurs. L'hétérogénéité des investisseurs est assez claire: d'un côté la veuve de Carpentras qui détient quelques titres sûrs (obligations plus qu'actions à l'époque), n'opère que très peu de transactions et exige la sécurité absolue; de l'autre des opérateurs professionnels qui gèrent de gros portefeuilles de façon dynamique ou même gagnent leur vie par l'arbitrage continu appuyé sur de faibles fonds propres: ces financiers sont prêts à prendre des risques, et la moindre variation des coûts de transaction compte pour eux, tandis qu'ils sont les grands bénéficiaires d'un marché de l'intermédiation plus concurrentiel sur lequel leur poids et leur information supérieure leur donnent des avantages.

Du côté des émetteurs, certains espèrent émettre des titres et ont besoin que le marché soit animé, la liquidité forte, la spéculation intense. D'autres veulent simplement organiser leur succession, permettre à tel actionnaire de sortir du capital, mais ne veulent pas trop d'une liquidité ou d'une appréciation de leur cours qui pourrait déstabiliser leur entreprise (ou leur contrôle). On peut supposer que ces derniers préfèrent que leurs actions soient aux main de la veuve de Carpentras plutôt que dans celles d'arbitragistes toujours sur le qui-vive.

Cette variété de demandes suggère qu'une variété de marchés peut être une solution satisfaisante, que la cohabitation entre Coulisse et Parquet qui domine tout le 19e siècle est potentiellement stable (comme un certain nombre de travaux théoriques récents l'ont réaffirmé, par exemple Gehrig, 1998 ou Foucault & Parlour, 2004). Bien sûr, si ces deux

marchés cotent largement des titres différents, ils sont aussi en concurrence à la marge, et il existe une intersection non nulle entre leurs listes, et une frontière qui se déplace en fonction de l'évolution du marché.

Les caractéristiques techniques des deux marchés correspondent bien à cette dualité : le Parquet est un marché très réglementé (largement auto-réglementé d'ailleurs), où les agents de change sont de purs intermédiaires qui n'ont pas le droit de faire la contrepartie et réalisent surtout des opérations au comptant et un nombre limité d'opérations à terme ; un marché transparent grâce à un mode de formation des cours à la Walras (centralisation des ordres puis *fixing*, suivi pour la liquidité éventuelle d'autres ordres dans la journée, mais tous enregistrés et publiés le soir même dans une cote officielle); un marché enfin qui présente des garantie extrêmement forte de bonne fin des opérations parce que les agents de change sont solidaires entre eux pour la bonne fin des opérations, ce qui minimise le risque de contrepartie (couvert par les fonds propres des charges, les patrimoines personnels des agents de change et un fonds de réserve qu'ils abondent régulièrement).

La Coulisse est un marché plus libre, plus liquide et moins transparent, où l'innovation est plus importante: des produits nouveaux y sont expérimentés avec la combinaison de performance et de risque qui y est associée (options diverses, marchés à des termes variés et des leviers variés); les garanties sont moindres, et les asymétries d'information donnent lieu à des gains et des pertes dont les professionnels concernés ne se plaignent pas, car ils connaissent les règles du jeu.

L'abolition des privilèges formels du Parquet en 1893 ne provoque pas un bouleversement, car en fait elle couronne des années de recul d'un Parquet qui, depuis le krach de 1882 où il avait été sauvé de la faillite par une coalition de banques menées par la Banque de France, a perdu des parts de marché avec sa réputation de sécurité absolue, et ce d'autant plus qu'y a pris le pouvoir une majorité d'agents de change souhaitant renoncer à la solidarité qui est cruciale pour cette réputation de sécurité (au profit d'un modèle d'activité plus proche de celui de la Coulisse). Pourtant, le changement de 1893 est bien perçu comme donnant une forme de coup de grâce au modèle de marché régulé destiné au segment le plus prudent des investisseurs et des émetteurs. C'est sans doute ce qui irrite le « patron des patrons ». Car dans la répartition de l'activité entre Coulisse et Parquet, la plupart des actions françaises sont cotées au comptant au Parquet, sont peu liquides et stables, ce qui sans doute convient à leurs émetteurs mais pourrait être menacé par la réforme: soit qu'elles cessent d'être cotées parce que trop peu profitables pour les intermédiaires, soit qu'elles fassent désormais l'objet d'un marché beaucoup plus actif, avec les inconvénients en résultant en termes de fluctuations des

cours et de contrôle.

La « contre-réforme » de 1898

Or l'histoire ne s'arrête pas là. En 1895 a en effet lieu un crack sur les actions des mines d'or, un segment du marché qui s'était très fortement et rapidement développé durant les années précédentes avec les découvertes des mines d'Afrique du Sud. Les perspectives semblaient considérables: la quasi-totalité des pays du monde étaient désormais – souvent depuis peu – en étalon or, de sorte que les besoins de métal précieux étaient considérables. L'accroissement de l'offre ouvrait des perspectives de croissance nouvelles pour toute l'économie mondiale, appuyée sur une offre de monnaie enfin croissante après des années de déflation. En deux ou trois ans, les cours des mines d'or s'étaient envolés, et des quantités considérables d'actions de sociétés opérant en Afrique du Sud avaient été placées à Paris par des banques anglaises et des banques françaises. Ces opérations souvent à la limite de la légalité (actions de très petits montants pour attirer les petits spéculateurs, non entièrement libérées, émises par des sociétés parfois à peine créées) sont entièrement réalisées en Coulisse et donnent lieu à une spéculation énorme. Lors du krach (déclenché par quelques bruits de bottes anglaises en Afrique du Sud), la moitié de ces entreprises disparaissent et les épargnants qui avaient acheté se rendent compte qu'ils auraient mieux fait d'être plus prudent. Evidemment, les agents de change expliquent que si on les avaient écouté ça ne se serait pas passé comme ça, qu'ils ont refusé ces titres parfaitement spéculatifs, et qu'en outre les investisseurs encourent des risques de contrepartie massifs parce que les opérations en cours sont indénouables et que nombre de coulissiers font eux-mêmes faillites, toutes choses que le Parquet aurait (peut-être) évitées.

Suite à cette crise, le débat reprend, la stabilité du marché et la sécurité des transactions redeviennent prioritaires, et en 1898 on modifie l'impôt sur les opérations de bourses en précisant que seuls les agents de change peuvent payer cet impôt pour les titres inscrits à leur cote officielle. Désormais, pour ces titres (qui sont nombreux, car rien ne limite le droit des agents de change d'allonger leur liste), les coulissiers ou les banquiers sont obligés de passer par les agents de change pour payer l'impôt. Dans la réalité, des accords vont avoir lieu, et les agents de change valideront des opérations montées par les coulissiers. Il reste que leur monopole est désormais plus fort que jamais, soutenu par la puissance du fisc, et que les agents de change peuvent retirer une véritable rente d'un prélèvement de courtage (même réduit) sur les opérations que leurs apportent les autres intermédiaires, en particulier sur la partie la plus liquide de la cote d'alors qui correspond à ce qu'on appelle alors les « grandes valeurs internationales », essentiellement les obligation d'États et de chemins de fer

espagnols, italiens, ottomans, russes, égyptiens, etc.. Formellement, le Parquet réalise ainsi les deux tiers des opérations, comme il apparaît sur le graphique 1, un doublement de sa part directement imputable à la loi de 1898.

Coûts et avantages du « monopole »: une approche financière

Reste une question : fallait-il réformer la Bourse en 1893 ? et en 1898 ? Quelle aurait été la meilleure organisation pour les échanges boursiers en France ? En dehors des intérêts des agents de change et des coulissiers (voire des autres opérateurs financiers), la masse des investisseurs devait elle préférer l'une des situations ? Pour tenter de répondre à ces questions, Angelo Riva, Amir Rezaee et moi avons tenté récemment d'évaluer l'impact des deux lois de 1893 et 1898 sur le fonctionnement du marché boursier (Hautcoeur, Rezaee & Riva, 2010).

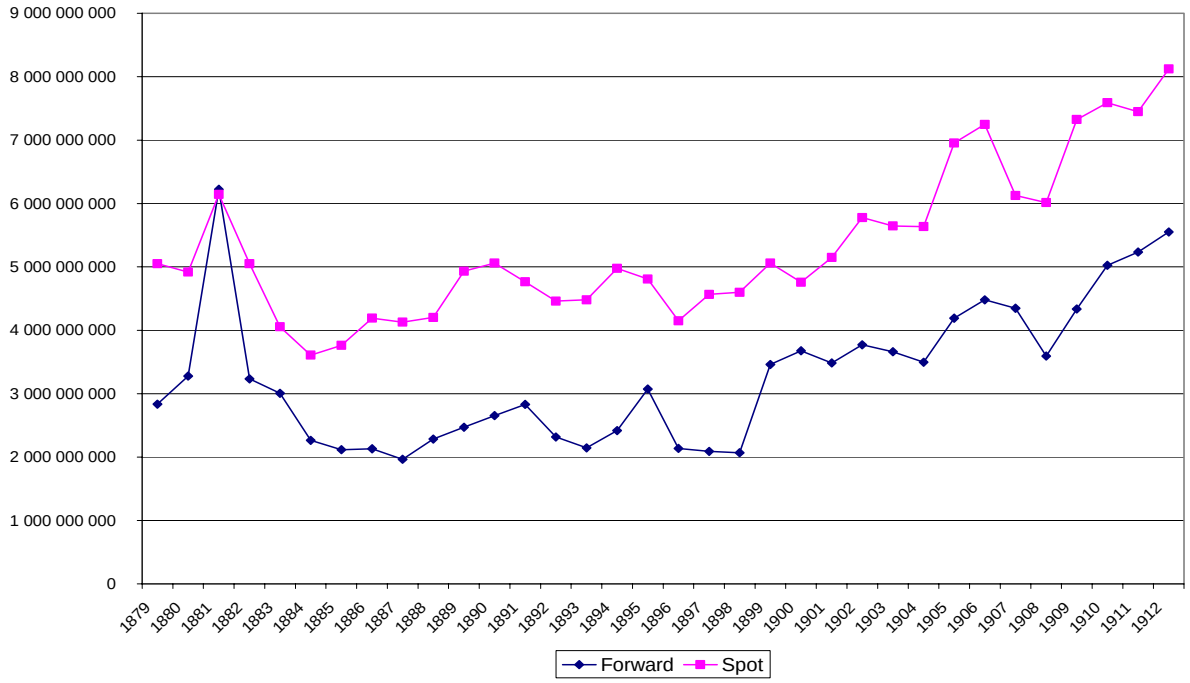
Si l'on considère d'abord le développement du marché, il est difficile de comparer les deux réformes: on ne connaît pas bien les transactions réalisées avant 1893 puisque c'est l'impôt alors établi qui permet de mesurer globalement les opérations réalisées. Le boom observé entre 1893 et 1895 correspond sans doute à une bulle associée aux mines d'or, comme le montre la rechute de 1896. Néanmoins celle-ci s'explique pour moitié environ par le changement du taux de l'impôt sur les opérations de bourse, taux divisé par deux pour les rentes françaises[2]. Après 1898, et contrairement aux prédictions des partisans de la Coulisse, il apparaît clairement que les transactions ne baissent pas. Tout donne plutôt à croire qu'elles s'accroissent substantiellement et que la réforme a donc un effet plutôt favorable sur la liquidité.

En terme de parts de marché, on l'a vu, la première loi a sans doute peu d'impact, même si elle consolide la situation de la Coulisse. Si on regarde les titres qui sont cotés sur chacun des marchés, il n'y a guère de changement non plus : la Coulisse n'en profite pas pour se mettre à coter les titres du Parquet, sans doute simplement parce qu'elle cotait déjà auparavant tous ceux qui l'intéressaient. En 1898 au contraire on observe un changement important : le parquet reprend le marché sur tous les titres qui l'intéressent, en particulier les grandes valeurs internationales. Grâce au timbre interne à la Compagnie des agents de change (qui alimente le fonds de réserve), on peut observer séparément les variations de l'activité du Parquet au comptant et à terme (graphique 2). Si les opérations au comptant sont peu affectées en 1898, celles à terme le sont fortement, ce qui traduit bien le retour vers le Parquet des opérations plus spéculatives (ou le prélèvement par le Parquet d'un courtage obligé sur des

[2] Ce chiffre résulte d'une estimation faite à partir de données ponctuelles sur la répartition des opérations entre catégories de titres.

opérations montées sans doute encore souvent par des coulissiers).

Graphique 2 : opérations à terme et au comptant effectués au Parquet



Ces mesures ne disent rien sur l'efficacité des deux marchés pour les investisseurs. Celle-ci comporte différentes dimensions, de liquidité, de transparence, d'immédiateté (pouvoir réaliser très vite une transaction), sans revenir sur la sécurité des transactions (qui redevient un fort argument du Parquet quand il restaure ses procédures de solidarité à la fin des années 1890). Une mesure synthétique privilégiée en finance est le *spread* (écart entre le prix d'achat et le prix de vente offerts sur le même titre à un instant donné), qui mesure à la fois le coût de transaction (celui d'un aller-retour sur un titre), la liquidité (plus un marché est liquide, moins l'intermédiaire risque de se retrouver avec des titres invendables sur les bras, donc plus il accepte un *spread* faible) et l'asymétrie d'information dont bénéficie l'intermédiaire. Malheureusement, des spreads ne sont disponibles que dans les marchés fonctionnant avec des faiseurs de marché (les dealers de Londres à l'époque qui nous intéresse) qui affichent en permanence des prix à l'achat et à la vente, pas sur les marchés dirigés par les ordres et à intermédiaires purs comme Paris. Roll (1984) a proposé une mesure permettant de constituer des *spreads* implicites à partir de la covariance des cours, mesure qui est largement utilisée dans la littérature financière.

Nous avons effectué des mesures de tels *spreads* pour un échantillon d'environ 150 titres cotés au Parquet, en Coulisse et sur les deux marchés en 1892, 1894 et 1903 (la dernière date

est tardive parce que la réforme de 1898 n'est pleinement achevée qu'en 1901). Un tel calcul montre qu'entre 1892 et 1894 les *spread* augmentent en moyenne en Coulisse et diminuent au Parquet, l'augmentation moyenne du *spread* atteignant 40%. Inversement, le *spread* moyen baisse de près de moitié entre 1894 et 1903. Si l'on régresse les niveaux des spreads individuels sur un ensemble de variables muettes représentant le marché de cotation (Coulisse ou Parquet), le type des titres (action ou obligation), leur caractère public ou privé, leur pays d'origine et l'année observée, on trouve les effets significatifs suivants (tous au seuils de 5%, voire 1%, pour 177 observations): les *spreads* (dont le niveau moyen est de 2%) sont plus élevés en 1894 (de plus d'un point) qu'en 1903 et 1892; ils sont plus élevés en Coulisse qu'au Parquet (d'un point) et pour les actions que pour les obligations (d'un point également). Ces résultats suggèrent que la réforme de 1893, en renforçant la Coulisse où les *spreads* sont plus élevés, a conduit à une augmentation des *spreads* y compris au Parquet, tandis que la réforme de 1898, qui affaiblit la Coulisse y compris par rapport à la période avant 1893, fait baisser l'ensemble des *spreads*, même s'ils restent toujours plus élevés en Coulisse. Les *spread* sont faibles au Parquet parce que le marché est très contrôlé et très transparent. Après 1893, la capacité à poursuivre la Coulisse disparaît avec le monopole, de sorte que les coulissiers peuvent s'en donner à cœur joie c'est-à-dire utiliser au maximum la rente informationnelle qu'ils constituent en observant les ordres et les échanges. Après 1898, le Parquet redevient le marché pivot, la transparence est accrue, et les *spreads* baissent.

Certes, on peut imaginer que d'autres changements que les deux réformes considérées soient à l'origine de ces évolutions. Aucune transformation du marché ne nous semble cependant pouvoir être invoqué pour expliquer le sens et plus encore l'ampleur de ces deux évolutions de sens opposés.

D'autres conséquences possibles des réformes doivent être examinées. En particulier, la libéralisation du marché en 1893 pourrait accroître l'intégration des deux marchés et donc l'efficience informationnelle du marché financier parisien dans son ensemble. De fait, des tests de co-intégration menés sur des indices de rendements calculés pour un ensemble de sous-marchés suggèrent une certaine amélioration entre 1892 et 1894 (la co-intégration augmente significativement en particulier pour les titres qui sont cotés à la fois en Coulisse et au Parquet), ce qui peut être mis à l'actif de la réforme de 1893. Des tests de causalité au sens de Granger montrent aussi que c'est la Coulisse qui influence le Parquet pour les titres bi-cotés (voire les autres parfois), suggérant qu'elle joue un rôle efficace de collecte et de transmission de l'information vers le marché. Ce rôle est renforcé après 1893. Néanmoins, cette intégration comme cette causalité demeurent en 1903, suggérant que la réforme

« inverse » de 1898 ne les a pas détruits.

Au total, le rétablissement du monopole va avoir pour effet de diminuer les *spread*, de diminuer les coûts (les courtages officiels sont aussi abaissés), de maintenir un marché extrêmement efficace et en même temps de redonner la sécurité que souhaitaient les utilisateurs du marché. On pourrait craindre que la Coulisse, découragée, ne disparaisse, mais il semble qu'en fait ses membres parviennent soit à coopérer avec les agents de change (comme souvent durant le 19e siècle), soit à contourner les règles en opérant formellement depuis Bruxelles. Le tableau 2 montre que la Coulisse continue après 1898 à attirer de nouveaux titres à sa cote.

Quant au Parquet, il vit en partie d'une rente de monopole, mais il fournit, comme pendant l'essentiel du siècle antérieur, des services de qualité à bas prix pour la partie majoritaire (en nombre sinon en capitaux, et moins encore en transactions) des investisseurs, ainsi que pour les entreprises françaises – les plus nombreuses – souhaitant une présence minimale en Bourse. La dualité de ce marché est donc sans doute la situation la plus satisfaisante, conjuguant dynamisme financier (la Coulisse innovante et spéculative) et prudence économique (rentiers et entrepreneurs prudents), et son rétablissement en 1898, même si sans doute trop favorable au Parquet, vaut sans doute mieux qu'une solution libérale qui aurait aboli une partie importante du marché.

Tableau 2 La Coulisse après 1900

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

Source : Hautcoeur, 1994.

Conclusion

Que nous enseigne cette histoire sur les rapports entre marché financier et entreprises ?

D'abord que nombre d'acteurs économiques, qu'il s'agisse d'investisseurs ou d'entrepreneurs, s'ils recourent aux marchés financiers, n'envisagent pas de les utiliser selon les méthodes systématiques et maximisatrices que suggère la théorie financière. La sécurité ne repose pas essentiellement pour eux sur la diversification, ou sur des systèmes d'incitations parfaitement conçus, mais sur des procédures et même sur des institutions. Au fil des décennies, le Parquet de la Bourse de Paris est devenu une institution capable de rassurer investisseurs peu informés et entrepreneurs réticents. Fonctionnant aux limites du privé et du public, étendant progressivement son action et développant des méthodes nouvelles une fois celles-ci éprouvées ailleurs, le Parquet fournissait un lieu d'apprivoisement aux pratiques de la finance et de protection des moins experts contre les abus des mieux informés. A côté, la Coulisse donnait la possibilité à ceux-ci d'innover, d'introduire des titres inconnus ou des produits financiers nouveaux, de donner une chance aux nouveaux venus n'ayant pas les attaches nécessaires pour s'intégrer d'emblée dans le monde policé des agents de change. Quand Georges Claude crée Air Liquide en 1902, il doit rapidement recourir au financement externe pour développer sa société, et seule la Coulisse accepte de coter ses actions en 1908. Pour autant, dès qu'il en a la possibilité, il obtient la cotation au Parquet (en 1913), et commence bientôt une politique visant à séduire les investisseurs individuels, à réduire la volatilité et les risques liés de spéculation et de perte de contrôle. Il révèle ainsi une attitude prudente (voire réticente) envers les marchés financiers parfaitement représentative de l'industrie française (Petit, 2003). Il nous confirme ce que demandait dès 1893 le président de l'Association de l'industrie française: l'industrie veut autant se protéger des risques financiers que profiter des opportunités qu'offrent les marchés, et veut donc à la fois sécurité et liquidité; ne pouvant les conjuguer, elle préfère pouvoir recourir séparément à deux marchés distincts plutôt que de devoir abandonner

Références

Baskin, Jonathan“The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information”, *The Business History Review*, 62, 2, été 1988, pp. 199-237

Dunlavy, Coleen, "From citizens to Plutocrats : 19th c. shareholder voting right and theories of the corporation", in Kenneth Lipartito et David Sicilia (dir.) *Constructing Corporate America: History, Politics, Culture*, Oxford UP, 2004, pp. 66-93

Foucault, Thierry, et Christina Parlour, “Competition for Listing”, *Rand Journal of Economics*, 35, 2, été 2004, pp. 329-55.

Gehrig, Thomas, “Competing Markets”, European Economic Review, 42, 2, février 1998, pp. 277-310.

Hautcoeur, Pierre-Cyrille (dir.), *Le Marché financier français au XIX*, Paris, Presses Universitaires de la Sorbonne, 2007

Hautcoeur, Pierre-Cyrille, Amir Rezaee et Angelo Riva, "How to regulate a financial market: the impact of the 1893-1909 regulatory reforms on the Paris Bourse", document de travail Ecole d'économie de Paris, 2010 n°1.

Hautcoeur P.-C., Riva A., « The Paris Financial Market in the 19th Century: an efficient multi – polar organisation? », document de travail, Ecole d'économie de Paris, 2007 n°31

Neymarck Alfred, *Finances contemporaines*, Guillaumin, 1903

Petit, Muriel, “Le financement d'une start-up : L'Air Liquide, 1898-1913”, *Finance Contrôle Stratégie*,VI, 4, décembre 2003, pp. 25 – 58.

Roll, R., 1984, “A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market”, *Journal of Finance* 39, 1127-39

Smythe, D. "Shareholder democracy and the economic purpose of the corporation", WP, 2006

Verley, Patrick, *Nouvelle histoire économique de la France contemporaine, 2. L’industrialisation 1830-1914*, La Découverte, 1989.

Verley Patrick, “Organisations of the national financial markets and convergence of the practices: Parisian brokers’ institutions and networks of in the XIXth century”, in Baubeau Patrice & Anders Ogren (eds), *Convergence and Divergence of National Financial System*, Pickering and Chatto, 2010

Wallis, John, “Constitutions, Corporations, and Corruption: American States and Constitutional Change, 1842-52”, *The Journal of Economic History*, Mars 2005, pp. 211-56