Rôle des marchés financiers régionaux et concurrence entre bourses : grandeur et décadence de la Bourse de Lyon, 1800-1945

Jérémy Ducros

▶ **To cite this version:**

Jérémy Ducros. Rôle des marchés financiers régionaux et concurrence entre bourses : grandeur et décadence de la Bourse de Lyon, 1800-1945. Economies et finances. Université Paris sciences et lettres, 2018. Français. NNT : 2018PSLEH058 . tel-03168264

HAL Id: tel-03168264
https://theses.hal.science/tel-03168264

Submitted on 12 Mar 2021

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.

THÈSE DE DOCTORAT

de l'Université de recherche Paris Sciences et Lettres
PSL Research University

Préparée à l'Ecole des hautes études en sciences sociales

Rôle des marchés financiers régionaux et concurrence entre bourses : grandeur et décadence de la Bourse de Lyon, 1800-1945

Ecole doctorale n°465

ECOLE DOCTORALE ECONOMIE PANTHEON SORBONNE

Spécialité ECONOMIE

COMPOSITION DU JURY :

M. FOUCAULT Thierry
HEC Paris, Rapporteur

Mme. O'SULLIVAN Mary
Université de Genève, Rapporteur

M. CAPELLE-BLANCARD Gunther
Université Paris 1, Membre du jury

M. HAUTCŒUR Pierre-Cyrille
EHESS-PSE, Membre du jury

M. JOLY Hervé
CNRS, Membre du jury

M. OOSTERLINCK Kim
Université Libre de Bruxelles, Membre du jury

Soutenue par Jérémy **DUCROS**
le 13 juin 2018

Dirigée par **Pierre-Cyrille Hautcœur**

L'ECOLE DES HAUTES ETUDES EN SCIENCES SOCIALES | PSL

École des Hautes Études en Sciences Sociales

THÈSE

pour l'obtention du grade de docteur en Sciences Économiques
de l'École des Hautes Études en Sciences Sociales

Soutenue publiquement le 13 juin 2018 :

Jérémy Ducros

Rôle des marchés financiers régionaux et concurrence entre bourses : grandeur et décadence de la Bourse de Lyon, 1800–1945

Directeur de thèse : Pierre-Cyrille Hautcœur

Composition du jury :

Rapporteurs	Thierry Foucault	Professeur, HEC Paris
	Mary O'Sullivan	Professeur, Université de Genève
Directeur	Pierre-Cyrille Hautcœur	Directeur d'Études, EHESS & PSE
Examinateurs	Gunther Capelle-Blancard	Professeur, Université Paris 1
	Hervé Joly	Directeur de recherche CNRS, Université Lyon 2
	Kim Oosterlinck	Professeur, Université Libre de Bruxelles

Établissement :
École des Hautes Études en Sciences Sociales
54, boulevard Raspail
75006 Paris

Laboratoire d'accueil :
Paris-Jourdan Sciences Economiques - UMR 8545
48, boulevard Jourdan
75014 Paris

École Doctorale :
École Doctorale Économie Panthéon Sorbonne - ED465
106-112 boulevard de l'Hôpital
75013 Paris

À mes grands-parents
À Jeanne

Remerciements

Nombreux sont ceux qui m'ont aidé, conseillé et soutenu au cours de toutes ces années. Toutes ces personnes ont accompagné mes premiers pas dans la recherche et sans elles, je n'aurais pu mener cette thèse à son terme. Ces quelques lignes sont pour elles.

Je tiens, tout d'abord, à remercier Pierre-Cyrille Hautcœur, mon directeur de thèse, pour son encadrement, ses conseils éclairés et sa grande disponibilité, même dans les moments où nous étions, tous les deux, éloignés du boulevard Jourdan. Son soutien et ses encouragements constants ont été déterminants. Ses discussions, toujours très stimulantes, son approche de l'histoire économique et ses travaux n'ont cessé de m'inspirer. Pour tout cela, je lui serai longtemps reconnaissant.

Je remercie également Thierry Foucault et Mary O'Sullivan qui ont accepté d'être les rapporteurs de cette thèse. Thierry, merci pour vos remarques et conseils avisés au cours de la pré-soutenance. Votre expertise en finance m'a été particulièrement utile. Mary, merci pour votre lecture très attentive de mes travaux et vos commentaires. Vous m'avez fait confiance pour créer des enseignements d'économie dans un département alors composé essentiellement d'historiens et ainsi permis de finir cette thèse dans d'excellentes conditions à l'Université de Genève. J'y ai tant appris.

Mes remerciements vont également à Gunther Capelle-Blancard, Hervé Joly et Kim Oosterlinck pour avoir accepté d'être membre du jury de cette thèse. Gunther, je vous remercie pour vos remarques constructives et l'intérêt que vous avez porté à mes travaux au cours de la pré-soutenance. Hervé, je vous suis reconnaissant d'avoir suivi mes recherches depuis le début. J'ai grandement bénéficié de vos connaissances des archives et de l'histoire lyonnaises et de vos critiques, me poussant à ne pas délaisser les aspects historiques de mes recherches. Je vous dois aussi ma première présentation de doctorant en séminaire et, quelques années plus tard, la première en allemand ! Un immense merci à vous, Kim. Vous êtes l'un des premiers lecteurs de mes travaux et vos discussions, conseils et critiques ont joué un rôle primordial dans le développement de mes recherches. Je vous suis très reconnaissant de m'avoir invité à passer un semestre à Bruxelles et de m'avoir permis d'y présenter mes travaux.

Cette thèse doit beaucoup à Angelo Riva. Outre les deux chapitres rédigés à quatre mains, de nombreuses idées contenues dans cette thèse ont germé suite à nos discussions, dans le *traffic jam* de Nairobi, en marge de nos déplacements à Anvers, ou simplement dans le couloir du bâtiment A. Sa connaissance aiguë de l'histoire de la CAC de Paris et de ses archives m'a été précieuse, de même que sa disposition à partager ses trouvailles antérieures : il y avait toujours

un dossier d'archives utile caché au fond de son bureau, d'abord au Palais Brongniart, puis à PSE !

Sébastien Lechevalier m'a amené à réfléchir aux enjeux contemporains de mes recherches et m'a permis de me confronter à un large public international et pluridisciplinaire. Sa bonne humeur, mêlée à une rigueur scientifique et un sens de l'organisation de la recherche, ont été un exemple pour moi. Je suis reconnaissant à David Le Bris d'avoir accepté de partager ses données, avec beaucoup d'enthousiaste, et d'avoir amicalement parcouru l'intégralité de ce manuscrit au printemps 2018, ouvrant par la même occasion de nouvelles voies. Toutes n'ont pas pu être explorées ici et je ne peux que me réjouir de notre collaboration future. Dans les derniers mois de cette thèse, Michael Schiltz m'a très amicalement ouvert l'accès au sous-sol de l'IHEID à Genève et de son impressionnante collection de cotes officielles. Qu'il en soit ici remercié.

Les chapitres de cette thèse ont été présentés au cours de nombreux séminaires et conférences. Pour leurs invitations, discussions et commentaires, je voudrais ainsi remercier : Fikret Adaman, Jan Annaert, Yasuhiro Arikawa, Stefano Battilossi, Vincent Bignon, Marcel Boldorf, Jérôme Bourdieu, Robert Boyer, Stephen Broadberry, Frans Buelens, Carsten Burhop, Youssef Cassis, David Chambers, Christophe Chamley, Christopher Coyle, Guillaume Daudin, Rui Esteves, Juan Flores, Georges Gallais-Hamonno, Jean-Yves Grenier, Joost Jonker, Tobias Jopp, Paul Lagneau-Ymonet, André Lapidus, Sibylle Lehmann-Hasemeyer, Takeo Hoshi, Nathan Marcus, Michel Margairaz, Jean-Luc Mastin, Hideaki Miyajima, Pilar Nogues-Marco, Antoine Parent, Gilles Postel-Viney, Valérie Revest, Jean-Laurent Rosenthal, Annalisa Rosselli, André Straus, Ariane Szafarz, John Turner, Patrick Verley et Eugène White.

Plusieurs institutions m'ont accueilli au cours de la rédaction de cette thèse et m'ont permis de la réaliser dans d'excellentes conditions. Je remercie donc l'EHESS, l'Ecole d'Economie de Paris, l'ENS Cachan, l'Université libre de Bruxelles, l'Université de Genève et l'Université de Tokyo. Au sein de ces institutions, j'ai côtoyé de nombreux assistants de recherche et doctorants, qui ont contribué, par leurs pauses café, leurs expériences culinaires variées et leur bonne humeur, à rendre le quotidien plus agréable. Je pense notamment aux « parisiens » : Abel, Annie, Brice, Cristina, Cyril, David, Emmanuel, Elisa, Guillaume, Mathis, Nathalie, Raphaël, Valentina et Wilfried ; aux « Bruxellois » : Afrae, Géraldine, Laurent, Matthieu, Nicolas, Pierre et Stefan et aux « Suisses » : Cédric, Edoardo, Laura, Sabine, Sabrina et Sebastian. Certains sont ou sont devenus des amis proches.

I visited the University of Tokyo last summer. It provided me excellent conditions to finish writing the first draft of my dissertation. I am grateful to Professor Tetsuji Okazaki, who made this visit possible. I would also like to thank Professor Koji Yamamoto, who welcomed me to his seminar "Rethinking business history". The pluridisciplinary readings, and very stimulating discussions I had the chance to be a part of enabled me to stop writing for a little while, and to shed a different light on my own work.

Une thèse en histoire économique serait bien peu de chose sans archives. Je suis très reconnaissant envers Euronext de m'avoir autorisé à consulter le fonds de la Compagnie des agents de change à Lyon, conservé aux archives départementales du Rhône. Je tiens à remercier les archivistes des ADR pour avoir, en outre, facilité chacune de mes venues à Lyon. J'ai également

bénéficié de l'aide précieuse et de la compétence des archivistes des Archives municipales de Lyon, des Archives de la Préfecture de police de Paris et du Centre des archives économiques et financières à Savigny-le-Temple.

Au cours de ces années de doctorat, j'ai également eu la chance d'enseigner à l'ENS de Cachan et à l'Université de Genève. Je voudrais remercier Farid Toubal et François Pannequin de m'avoir accordé leur confiance à cette occasion et ainsi permis de revenir aux « sources ». J'ai énormément appris à travailler auprès de Bruno Amable, d'Antoine d'Autume et de Luisa Gagliardi. Une mention spéciale pour Mathieu Couttenier et Nicolas Drouhin : à leur côté, l'enseignement a constitué une parenthèse aussi stimulante qu'agréable, ponctuée de discussions s'éloignant parfois du strict cadre académique.

Cette thèse marque officiellement la fin de (longues) études. Ils sont nombreux à m'avoir soutenu et inspiré tout au long de ce parcours. Je ne peux tous les citer ici, mais je connais ma dette à leur égard : elle est immense. J'ai notamment pour une pensée particulière pour mes premiers professeurs d'économie : Nathalie Sénéchaux et, à deux pas du Palais du commerce (déjà...), Pierre Martin et Alain Combes.

Je ne peux terminer ces remerciements sans adresser d'affectueuses pensées à tous les amis qui m'ont permis de m'échapper pour quelques heures de mes recherches et m'ont fait sentir comme à la maison après les retours d'exil. Je pense en particulier à tous ceux qui ont animé les réveillons, les soirées parisiennes à la Girafe ou ailleurs, et les anniversaires, et notamment à Lola et Max pour l'ensemble de leur œuvre, à Charles et ses mails « privés » et aux professeurs les plus dévoués Jules (« le top 3 ! ») et Solenne. Mention spéciale à Amélie (et ses madeleines !) et Léo pour leur soutien dans les derniers moments de cette thèse, en plus de tout le reste.

Merci aussi à tous les relecteurs qui ont traqué les innombrables typos : Amélie, Ariane, Axelle, Cédric et Sabine.

Je voudrais enfin remercier ma famille pour son soutien inconditionnelle, et en particulier mes grands-parents. Ils ont toujours été un modèle pour moi. En terminant ces quelques lignes, j'ai une tendre pensée pour Jeanne. Elle aurait aimé voir cette thèse terminée.

Avertissement

Cette thèse est divisée en 6 chapitres. L'introduction générale constitue le « Chapitre 1 ». Les chapitres suivants correspondent chacun à un article de recherche pouvant se lire de manière indépendante. Nous avons ainsi conservé l'appellation de « papier » ou « article ». Nous avons dans la mesure du possible essayé d'éviter les répétitions entre les chapitres, tout en faisant en sorte qu'ils conservent leur cohérence interne. La bibliographie, placée en fin de thèse, est commune à l'ensemble des articles.

Liste des abréviations

ADN : Archives départementales du Nord

ADR : Archives départementales du Rhône

AG : Assemblée générale

AN : Archives nationales

APPP : Archives de la Préfecture de police de Paris

CAC : Compagnie des agents de change

CAEF : Centre des archives économiques et financières

CBV : Comité des bourses de valeurs

CS : Chambre syndicale

IOB : Impôt sur les opérations de bourse

PV : Procès-verbal

Table des matières

Remerciements iii

Avertissement v

Liste des abréviations vii

Table des matières xiii

1 Introduction générale. Étudier les bourses régionales en France, XIXe–XXe siècles 1

1.1 Introduction . . . 1
1.2 Les bourses régionales en France, 1800–1945 . . . 4
1.3 Quelle méthodologie pour l'étude des bourses régionales ? . . . 11
1.4 L'apport de la littérature sur la concurrence entre bourses . . . 12
1.5 Sources . . . 14
1.6 Plan général de la thèse . . . 19

Annexes 23

1.A Procès-verbal des réunions des CAC . . . 23
1.A.1 Bourse de Lyon . . . 23
1.A.2 Bourse de Marseille . . . 24
1.A.3 Bourse de Bordeaux . . . 25
1.A.4 Bourse de Lille . . . 25
1.B Les bourses régionales dans le fonds CAC Paris . . . 26
1.C Illustration : PV de la Chambre syndicale de la CAC de Lyon, 4 juin 1832 . . . 27

2 La création et l'institutionnalisation des bourses régionales en France, 1801–1870 29

2.1 Introduction . . . 29
2.2 La condamnation de l'agiotage dans la France du début du XIXe siècle . . . 32
2.2.1 Le Système de Law, la spéculation des années 1780 et l'interdiction des opérations à terme . . . 33
2.2.2 La critique de l'agiotage chez les économistes classiques . . . 34

2.2.3 La « spéculation réelle » et la « spéculation à vide » des saint-simoniens . 35
2.3 L'enfance des bourses régionales, 1801–1840 36
2.3.1 L'héritage révolutionnaire et le rétablissement des bourses et des offices d'agents de change 36
2.3.2 La difficile émancipation des agents de change vis-à-vis des autres courtiers 37
2.3.3 Le développement heurté des affaires boursières dans les années 1830 . . . 41
2.4 La lutte pour le parquet : les CAC de province contre les Chambres de commerce 43
2.4.1 L'opposition des Chambres de commerce à l'instauration de parquets . . . 43
2.4.2 La mise en place des premiers parquets de négociation en province, 1845–1847 46
2.4.3 Les conséquences de l'instauration de parquets pour les bourses régionales 48
2.4.4 Les industries locales ont-elles souffert d'un effet d'éviction ? 49
2.5 Les premières années des parquets dans les bourses régionales 51
2.5.1 Des parquets à peine établis, aussitôt contestés 51
2.5.2 L'information boursière produite à Paris : un enjeu crucial pour les places régionales 53
2.5.3 La reconnaissance officielle et l'affirmation de l'esprit corporatiste dans les années 1860 55
2.6 Conclusion 57

Annexes **59**
2.A Note sur les liens entre finance et croissance 59

3 La Bourse de Lyon et les autres. Une première évaluation de la géographie des marchés financiers français au XIXe siècle **63**
3.1 Introduction 63
3.2 La géographie des marchés financiers français 66
3.3 Les valeurs cotées en bourse autour de l'instauration du parquet lyonnais, 1840–1870 69
3.4 La Bourse de Lyon entre développement et crise, 1871–1893 74
3.5 La Belle Époque des cotations régionales, 1894–1913 79
3.6 Conclusion 84

Annexes **87**
3.A Sources et méthode de relevé 87
3.B Tables additionnelles 89
3.C Graphique additionnel 94

4 Les introductions en bourse en France : caractéristiques, déterminants du choix de la place de cotation et concurrence entre bourses, 1898–1909 **95**
4.1 Introduction 95
4.2 Éléments de microstructure des bourses françaises et admission à la cote au tournant du XXe siècle 100

4.2.1 Organisation boursière française et production des prix 100
4.2.2 Tarif de courtages 101
4.2.3 Admission à la cote 103
4.2.4 Formulation d'hypothèses testables empiriquement 107
4.3 L'affaire Rochette, la Commission Jaurès et les admissions en bourse 108
4.3.1 Henri Rochette, le « dernier escroc de la Belle Époque » 108
4.3.2 Constitution de la base de données 110
4.3.3 Statistiques descriptives 110
4.3.4 Capacité d'attraction de chaque place financière 119
4.4 Analyse empirique du choix de la place de cotation 120
4.4.1 Estimation de modèles probit sur échantillon complet 120
4.4.2 Estimation de modèles probit sur un sous-échantillon : les sociétés introduites en bourse à Paris 128
4.4.3 Estimation d'un modèle logit multinomial sur échantillon complet 130
4.4.4 Étude empirique du pouvoir d'attraction des bourses 131
4.5 Conclusion 134

Annexes **137**
4.A Extraits des règlements concernant l'admission des valeurs à la cote 137
4.B Sources utilisées pour la construction de la base de données 138
4.C Tables additionnelles 140
4.D Graphiques additionnels 147
4.E Aménagement du Palais Brongniart 149

5 « Lyon n'est plus » ! Le krach de l'Union Générale et la lutte pour la survie de la Bourse de Lyon, 1882–1913 **151**
5.1 Introduction 152
5.2 À la recherche de mesures de l'activité de la Bourse de Lyon 155
5.2.1 Les courtages perçus par les agents de change 158
5.2.2 L'impôt sur les opérations de bourse versé par les agents de change 160
5.2.3 La valeur des offices d'agents de change 165
5.3 Le boom, le krach et la chute de la Bourse de Lyon 167
5.3.1 Un boom et un krach sans précédent à la Bourse de Lyon 169
5.3.2 Le non-sauvetage de la Bourse de Lyon par les autorités nationales 175
5.3.3 La gestion de la dette syndicale issue du krach de 1882 176
5.4 Les années d'après krach à la Bourse de Lyon, 1882–1897 178
5.4.1 La Coulisse : le « meilleur client » de la Bourse de Lyon 179
5.4.2 La difficile décennie 1890 de la Bourse de Lyon 182
5.5 Peut-on parler de « Belle Époque » pour la Bourse de Lyon ? 185
5.5.1 La réforme boursière de 1898 : responsable de tous les maux lyonnais ? . . 185
5.5.2 Le rôle centralisateur des établissements de crédit 187

5.5.3 L'admission de valeurs à la cote et le Second Parquet à Lyon 188
5.5.4 La réorganisation des services de la Bourse de Lyon 194
5.6 Conclusion 198

Annexes **201**
5.A Tables additionnelles 201
5.B Valeur d'un office, commissions reçues et IOB versé 203
5.C Graphique additionnel 206
5.D Refonte du Règlement particulier de la Bourse de Lyon en 1890–92 207

6 Concurrence boursière en période trouble : les Bourses de Paris et de Lyon au cours des deux guerres mondiales **211**
6.1 Introduction 211
6.2 Les bourses de province à la veille des conflits mondiaux 215
6.2.1 La stagnation des années 1910 215
6.2.2 Les difficiles années 1930 217
6.3 Mesurer l'activité boursière à Paris et Lyon 221
6.3.1 Sources et méthode 221
6.3.2 Biais potentiels et correction des données brutes 224
6.3.3 Une vision synthétique 227
6.3.4 Détection des ruptures structurelles 229
6.4 Un marché financier gelé durant la Première Guerre mondiale 230
6.4.1 L'évolution des montants d'IOB versés au cours de la Première Guerre mondiale 230
6.4.2 Le temps des « somnambules » à la bourse 230
6.4.3 L'activité à Lyon et Bordeaux pendant la fermeture de la Bourse de Paris 234
6.4.4 La liquidation des opérations à terme de fin juillet 1914 et l'adoption des moratoires monétaires et financiers 236
6.4.5 La libération progressive du marché financier à partir de septembre 1915 . 241
6.4.6 La survie des places de province au cours de la Première Guerre mondiale 244
6.5 La résurrection de la Bourse de Lyon au cours de la Seconde Guerre mondiale . . 246
6.5.1 L'évolution des montants d'IOB versés au cours de la Seconde Guerre mondiale 246
6.5.2 Un contexte favorable pour les marchés financiers 251
6.5.3 Le transfert des titres en zone non occupée et la rupture des communications 252
6.5.4 Lyon, centre financier du pays 254
6.5.5 Le retour de la concurrence de la place financière de Paris 256
6.6 Conclusion 258

Annexes **261**
6.A Quel est l'impact d'un changement de taux d'IOB ? 261
6.B Tests de rupture structurelle 265

6.C Existait-il une alternative aux places parisienne et lyonnaise au cours de la Première Guerre mondiale ? 268
6.D Graphiques additionnels 270
6.E Table additionnelle 275

7 Conclusion générale **277**

Bibliographie **313**

Liste des graphiques **317**

Liste des tableaux **321**

Chapitre 1

Introduction générale. Étudier les bourses régionales en France, XIXe–XXe siècles

> « Décevantes trop souvent, les histoires générales de Paris ne replacent pas à suffisance l'histoire de l'énorme ville dans le cadre du destin français. Elles ne sont pas attentives à l'activité et à l'activité économique de la ville. De ce point, les histoires de Lyon nous déçoivent aussi : elles expliquent trop régulièrement Lyon par Lyon [...] Les historiens de Lyon ne sont pas suffisamment sensibles au phénomène de bipolarité Lyon-Paris, qui est une structures insistante du développement français ».
>
> Braudel (1979*b*, p. 278–279).

> « On oublie trop souvent le rôle économique et financier que les Bourses de province ont joué en France, nées des foires et marchés le long des grands axes commerciaux, dans des ports actifs ou au cœur des terroirs à l'économie florissante. La lenteur des communications autant que leurs structures d'intermédiation particulières, les offices ou charges, favorisent leur activité ».
>
> Dupont (2002, p. 20).

1.1 Introduction

Le 2 juillet 2014, la salle de la Corbeille du Palais du Commerce à Lyon reprenait du service et retrouvait son rôle originel : la négociation de valeurs mobilières. En effet, sous l'*Apothéose de la ville de Lyon*, œuvre du peintre Alexandre Hesse, Place d'Échange était officiellement lancée, 23 ans après la fermeture de la Bourse de Lyon. Opérée par la plateforme multilatérale

de négociation Alternativa, Place d'Échange était une bourse régionale spécialisée dans le financement des petites et moyennes entreprises (PME) locales. Offrant la possibilité de lever de 200.000 à 800.000 euros de capitaux, elle entendait ainsi favoriser le développement de ces PME, tout en rapprochant les entreprises et les investisseurs d'une même région. Alors que l'objectif initial était d'introduire en bourse entre 30 et 50 entreprises par an, seules deux sociétés ont finalement été cotées sur Place d'Échange : Euroglass et Processium, entreprises situées dans la région Rhône-Alpes ayant levé au total 1,3 million d'euros [1]. Début janvier 2016, la Chambre de commerce et de l'industrie (CCI) de Lyon annonçait la fin de l'expérience. Fortement concurrencée par d'autres plateformes de négociation, Place d'Echange « n'a pas trouvé un modèle économique pérenne » [2].

L'expérience de Place d'Échange s'inscrit dans un double mouvement contemporain concernant les marchés boursiers. D'une part, depuis les années 1980, le développement technologique, la libéralisation financière, ainsi que les changements de règlementation boursière, comme l'entrée en application de la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF) en Europe ou de la règlementation *Regulation National Market System* (NMS) aux États-Unis, ont contribué à profondément modifier la structure de l'industrie boursière. La plupart des bourses ont, premièrement, suivi un processus de « démutualisation » : autrefois organisations mutuelles, contrôlées à ce titre par leurs membres, elles sont devenues progressivement des sociétés détenues par des investisseurs et éventuellement cotées elles-mêmes en bourse (Aggarwal 2002). Dans le même temps, toujours dans le but de résister à la pression concurrentielle internationale grandissante, un mouvement de fusions-acquisitions entre bourses s'est opéré depuis les années 2000. Le cas d'Euronext est emblématique de ces évolutions : née en 2000 de la fusion des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris, elle devient une société cotée en juillet 2001. Pour accroître la liquidité sur son marché et atteindre une taille critique, elle procède ensuite à diverses mutations dans le courant des années 2000 : acquisition du *London International Financial Futures and options Exchange* (LIFFE) en décembre 2001, fusion avec les Bourses de Lisbonne et de Porto en 2002 et avec le *New York Stock Exchange* (NYSE) en juillet 2007 (Nielsson 2009). Enfin, la règlementation financière a été amendée pour favoriser la concurrence entre les plateformes boursières, notamment en supprimant les derniers privilèges des bourses « historiques » et certaines règles comme celle de la concentration des ordres.

D'autre part, dans ce contexte, de nombreuses initiatives ont émergé pour développer des plateformes de négociation régionales et/ou dédiées aux PME. Ainsi, étaient créés respectivement en 1995 et 2005, l'*Alternative Investment Market* (AIM), compartiment *junior* du *London Stock Exchange* et sur son modèle, Alternext, marché régulé par NYSE-Euronext [3]. Ces deux marchés disposent de procédures simplifiées pour l'introduction en bourse. Par exemple, pour une introduction sur Alternext, une entreprise est tenue de fournir deux ans de comptes certifiés, contre trois pour le marché réglementé, et peut lever au minimum 2,5 millions d'euros, au lieu

1. « La Place d'Échange de Lyon n'a pas réussi à attirer les PME en Bourse », *Les Échos*, 9 février 2016.
2. « Place d'Échange en quête d'un nouveau souffle », communiqué de presse de la CCI Lyon Métropole, 27 janvier 2016.
3. Alternext est devenu une partie intégrante d'EnterNext en mai 2013. Sur la création d'EnterNext, voir les contributions de Forest (2013) et de Jacquillat (2013).

des 5 requis par NYSE-Euronext [4]. La création de ces marchés spécifiques tire son origine du constat suivant : alors que les PME sont reconnues comme un facteur de croissance économique, celles-ci font face à des contraintes de financement plus fortes que les autres entreprises (Beck & Demirguc-Kunt 2006, Beck et al. 2008). Elles apparaissent en effet comme plus risquées et présentent moins de garanties à utiliser comme collatéral, ce qui se traduit par des primes de risque plus élevées. La crise financière de 2008 n'a fait qu'aggraver la situation, les établissements bancaires étant encore plus réticents à prêter des fonds à ces sociétés. Plus récemment, la règlementation Bâle III, en ajoutant des contraintes supplémentaires sur la détention de fonds propres par les banques, fait craindre une aggravation de ce phénomène. Par ailleurs, le financement *via* les marchés boursiers traditionnels est devenu ardu du fait des exigences élevées de ces derniers, ainsi que des coûts de transaction, tels que les coûts fixes de cotation, difficilement amortissables pour des petites structures. De plus, dans la lignée de Place d'Échange, plusieurs initiatives ou propositions pour rouvrir des marchés régionaux de capitaux ont été avancées. Le constat initial est similaire : certaines entreprises, en particulier celles qui ne sont pas situées à proximité d'un centre financier, rencontrent des difficultés pour accéder au financement externe. Il s'agit alors de rapprocher les entreprises à besoin de financement et les investisseurs locaux, supposés disposer de davantage d'informations sur ces sociétés et/ou d'une tendance à investir dans des entreprises proches. Il n'est pas étonnant de constater que les propositions et discussions autour de l'opportunité de rouvrir des bourses régionales se soient intensifiées après le déclenchement de la crise financière de 2008. Ainsi, en octobre 2009, l'Assemblée nationale du Pays de Galles a interrogé Robert Huggins, professeur à l'Université de Cardiff, sur l'intérêt potentiel de l'ouverture d'un marché boursier régional [5]. L'année suivante, en Angleterre, la proposition de rouvrir une bourse régionale, notamment à Birmingham et Liverpool, a émané de Vince Cable, *Secretary of State for Business, Innovation and Skills* [6]. En France, au cours des discussions autour de la « loi Macron » (loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques), un amendement proposé par le député Jean-Christophe Fromantin évoquait « la possibilité pour chaque région française de créer et d'animer une place de marché de valeurs mobilières avec une cotation régulière des titres émis par les sociétés ou collectivités inscrites, présentes ou représentées sur la place » [7]. Pour le moment, ces propositions n'ont cependant donné lieu qu'à peu d'initiatives concrètes [8]. De toute évidence, anticiper l'impact potentiel de la réouverture de telles places régionales s'avère complexe, notamment du fait d'un manque de recul sur les expériences passées. S'il existe encore de nos jours encore des bourses régionales dans de nombreux pays – l'Allemagne en constitue l'exemple le plus emblématique en Europe –

4. Pour une comparaison entre l'AIM et Alternext, voir les articles de Boutron et al. (2014), Lagneau-Ymonet et al. (2014*b*) et Revest & Sapio (2014).

5. « Local stock exchanges to return », *BBC News*, 26 octobre 2009.

6. « Apathy hits plan for regional stock markets », *Financial Times*, 25 juillet 2010.

7. « Bientôt le retour des bourses régionales ? », *L'Opinion*, 19 janvier 2015.

8. L'article 172 de la « loi Macron », promulguée le 6 août 2015, dispose que : « dans un délai de six mois à compter de la promulgation de la présente loi, le Gouvernement remet au Parlement un rapport sur la création de plateformes de cotations régionales ou de bourses régionales dans chaque métropole régionale, en hexagone et dans les outre-mer, afin de fournir un outil de circuits courts de financement régional ». Dans son rapport d'information sur l'application de cette loi en date du 22 mars 2016, R. Ferrand s'étonne que le rapport annoncé par cet article 172 ne soit toujours pas parvenu au Parlement.

, elles évoluent dans des contextes institutionnels et politiques très différents, ce qui rend les comparaisons particulièrement délicates.

L'ensemble de ces développements et évolutions nous poussent à nous interroger sur la nature des interactions entre les places boursières centrale et périphériques. Quel est l'impact de la concurrence entre bourses ? Autrement dit, la mise en concurrence des bourses mène-t-elle nécessairement à la concentration de l'activité financière sur un seul marché ? Et plus largement, quelles sont les principales forces centripètes œuvrant en faveur de la concentration ? Quel rôle la législation peut-elle jouer dans ce processus ? Les phénomènes de concentration des activités financières au sein d'un marché unique ou, au contraire, de fragmentation sont-ils irréversibles ? Quel rôle des marchés régionaux et/ou périphériques peuvent-ils jouer dans un tel contexte ? De quels moyens disposent-ils pour faire face à la concurrence, notamment celle de la place centrale ?

Nous avons choisi de traiter ces questions à partir d'une approche historique et empirique, en étudiant plus précisément les interactions entre les places boursières centrale et périphériques en France, à partir du cas de la Bourse de Lyon, entre 1800 et 1945. L'intérêt de l'histoire économique et financière est triple pour ces questions. Tout d'abord, elle permet de confronter les modèles théoriques contemporains à l'observation empirique. À ce titre, l'étude des bourses régionales dans une perspective historique peut nous fournir des expériences riches en enseignement, en particulier pour les pays, comme la France, où elles ont disparu. De plus, le recours à des sources archivistiques permet d'ouvrir la « boîte noire » du fonctionnement des marchés boursiers et donne accès à des informations, le plus souvent confidentielles, et à ce titre non disponibles pour les études contemporaines. Nous disposons en effet des débats internes aux bourses elles-mêmes, à travers les procès-verbaux de ses réunions, ainsi que l'intégralité de leurs comptabilités. L'économiste contemporain doit, quant à lui, se contenter d'informations et de données partielles et sélectionnées par l'institution. Les archives permettent donc de mener des analyses fines et de fournir des interprétations difficilement saisissables autrement. Enfin, le recours à l'histoire économique permet d'étudier certains évènements « rares », comme les crises financières et les Guerres mondiales, qui sont d'une importance majeure dans l'explication de phénomènes financiers.

1.2 Les bourses régionales en France, 1800–1945

Depuis le milieu du XIXe siècle, la France compte jusqu'à sept bourses régionales simultanément, établies de manière similaire à la Bourse de Paris dans les villes suivantes, listées par ordre chronologique de création : Lyon, Bordeaux, Marseille, Toulouse, Lille, Nantes, Nice et Nancy. Ces bourses ont été établies par décret par le gouvernement (voir chapitre 2) et sont organisées autour d'une Compagnie des Agents de Change (CAC), corporation réunissant l'ensemble des opérateurs d'une place, nommés agents de change. Ces derniers sont des intermédiaires financiers nommés par le gouvernement et propriétaires d'un office. Le nombre d'agents de change est fixé pour chaque place par un *numerus clausus*. Ils sont, par ailleurs, des intermédiaires « purs » : il leur est en particulier interdit de mener des opérations pour leur propre compte, leur rôle se borne donc à associer l'offre et la demande d'actifs financiers. Ils sont, en outre, responsables

sans limite sur les opérations menées pour le compte de leurs clients. En contrepartie, les agents de change jouissent d'un monopole légal sur la négociation des valeurs officiellement cotées.

Les bourses « officielles » françaises, par opposition à la Coulisse ou « marché en banque », marché de gré à gré installé à Paris, sont des marchés dirigés par les ordres. Dès le début du XIXe siècle, les opérations se pratiquent au comptant, mais également à terme, à Paris, Lyon et Marseille principalement. Sur ces bourses officielles, les négociations se déroulent au parquet autour d'une corbeille, à la criée, en temps limité et en public. Les mécanismes de formation des prix sont identiques d'une bourse à l'autre, mais diffèrent selon le type d'opération. Le premier cours au comptant est, tout d'abord, obtenu par un *fixing* : avant chaque séance de bourse, les prix offerts et demandés, c'est-à-dire les ordres reçus depuis la fermeture de la bourse la veille, sont ordonnés, à la manière d'un carnet d'ordres. Le premier cours au comptant correspond ainsi au prix d'équilibre entre l'offre et la demande. Au cours de la séance de bourse, des *fixing* successifs déterminent, si besoin, les autres cours au comptant. En revanche, les négociations à terme sont concluent au cours de la séance de bourse par un système d'enchères. Chaque agent de change annonce (« crie »[9]) à voix haute les ordres récoltés auprès de sa clientèle et recherche une contrepartie chez l'un de ses confrères installés autour de la corbeille. Ce processus de formation des prix assure une grande transparence et la « sincérité » des cours faits.

Du fait de ce mécanisme particulier de formation des prix, la littérature économique a parfois considéré les marchés boursiers français comme un « idéal type » du marché au fonctionnement parfaitement huilé. Cette vision doit très largement aux travaux de L. Walras, inspirés du fonctionnement de la Bourse de Paris au XIXe siècle[10]. S'attachant à caractériser le fonctionnement des marchés, c'est-à-dire à mettre en lumière les « lois » qui les régissent, Walras transporte le lecteur de ses *Éléments d'économie politique pure* au Palais Brongniart et plus précisément autour de la corbeille consacrée à la négociation de la rente 3% (Walras 1926, 5ème leçon). Il montre alors comment, dans des conditions concurrentielles et grâce au « cri », l'on parvient à l'équilibre sur le marché :

> « Les marchés les mieux organisés sous le rapport de la concurrence sont ceux où les ventes et achats se font à la criée, par l'intermédiaire d'agents tels qu'agents de change, courtiers de commerce, crieurs, qui les centralisent, de telle sorte qu'aucun échange n'ait lieu sans que les conditions en soient annoncées et connues et sans que les vendeurs puissent aller au rabais et les acheteurs à l'enchère. Ainsi fonctionnent les bourses de fonds publics, les bourses de commerce, les marchés aux grains, au poisson, etc. » (Walras 1926, p. 44).

À l'opposé de cette littérature et de sa conception du fonctionnement des marchés boursiers,

9. Boissière (1908, p. 235) décrit la cotation à terme de la manière suivante : « Le marché à terme étant d'une extrême impressionnabilité, les cours variant notablement d'une minute à l'autre, les ordres doivent être exécutés avec toute la célérité possible. On ne se préoccupe pas d'assurer le service de tous les ordres émis aux mêmes conditions. Tout au contraire, il y a comme une course où chaque agent essaie de distancer les concurrents, ce qui suppose des qualités intellectuelles et physiques fort appréciées ». Cette citation fait écho à l'imagerie populaire d'agents de change luttant, physiquement, autour de la corbeille. Certaines scènes de *L'Argent*, film de Marcel L'Herbier de 1928, traduisent d'ailleurs ce sentiment.

10. Les travaux de Walker (1990, 2001) ont contribué à nuancer ces propos en argumentant que Walras ne négligeait pas l'influence des institutions et d'autres caractéristiques structurelles sur les participants aux échanges.

nous considérons dans cette thèse que les bourses françaises reposaient non seulement sur des institutions fortes, mais également que ces dernières influençaient grandement leur fonctionnement. Comme le souligne M. Weber à la toute fin du XIXe siècle :

> « Nous le voyons bien : pour l'essentiel, la base fondamentale des bourses et leurs institutions doivent être partout semblables parce que la raison d'être de la bourse est partout la même.
>
> Malgré cette similitude de principe en ce qui concerne leurs finalités essentielles, l'organisation des bourses dans les différents pays laisse apparaître des différences très marquées » (Weber 2010, p. 61).

Nous allons nous attacher à montrer tout au long des recherches présentées dans cette thèse, que l'organisation des bourses peut également différer au sein même d'un pays. Ainsi, en France, si les bourses régionales disposent d'une organisation similaire à la Bourse de Paris en matière de production des prix – la cotation à la criée –, il demeure de très nombreuses marges de manœuvre pour se différencier du marché principal.

Cette thèse s'inscrit dans une littérature grandissante ces vingt dernières années consacrée à la compréhension du fonctionnement du marché financier français, du rôle de ses opérateurs et de ses instruments, dans un contexte de forte concurrence entre les places financières nationales. Cette littérature reste toutefois quasi exclusivement tournée vers l'étude du marché parisien, en ignorant le plus souvent les places régionales [11]. Il n'est d'ailleurs pas rare de voir des publications portant sur le marché financier français dans son ensemble ne fournir que des développements peu étayés sur les bourses régionales. Pire encore, les statistiques disponibles pour les places de province, quand elles existent, ne sont que des approximations, ne reposant que rarement sur des sources primaires [12]. Un des objectifs de cette thèse est également d'éclairer l'activité des bourses

11. Les travaux de Hautcœur (1993, 1994, 1999), pionniers dans l'étude du marché financier français et notamment l'analyse du financement des entreprises, ont ouvert la voie à de nombreuses recherches, principalement dans trois domaines. Tout d'abord, en partie grâce au classement des archives de la Compagnie des Agents de Change de Paris (Lagneau-Ymonet & Riva 2010*a*), plusieurs travaux, que l'on pourrait qualifier d'histoire « institutionnelle » du marché financier français ont renouvelé l'histoire de la Bourse de Paris, en se concentrant sur le début du XIXe siècle (White 2003, Gontard 2000), en menant des comparaisons internationales (Davis & Neal 1998, Cassis & Bussière 2005, Neal & Davis 2005, Quennouëlle-Corre 2012) ou encore en étudiant les relations entre la CAC de Paris et les autres acteurs de la place financière parisienne (Hautcœur & Riva 2012, Quennouëlle-Corre 2015). Ces archives ont également permis l'étude d'épisodes plus spécifiques comme la Seconde Guerre mondiale et l'Occupation (Oosterlinck 2003, 2010, Oosterlinck & Riva 2010), l'épuration économique (Lagneau-Ymonet & Riva 2008) ou encore la disparition de la Compagnie Nationale des Agents de Change en 1988 (Lagneau-Ymonet & Riva 2010*b*). Au-delà de ces travaux sur le marché parisien, des études portent plus spécifiquement sur ses opérateurs de marché, quasi-exclusivement les agents de change de Paris pour les XIXe (Verley 1989, 2007, 2010) et XXe siècles (Lagneau-Ymonet 2009). En outre, une littérature s'intéresse à l'évolution de la législation en matière boursière, et notamment en ce qui concerne la légalisation des affaires à terme (de Vauplane 1991, Hissung-Convert 2009, Lagneau-Ymonet & Riva 2011). Enfin, les performances financières de la Bourse de Paris au XIXe siècle ont été analysées par Arbulu (1998) et Le Bris (2011) pour le marché des actions, par Vaslin (1999) pour le marché des rentes françaises, Viaene (2001) pour le marché à terme, par Rezaee (2010) pour le marché des obligations privées, Boyer-Xambeu et al. (2007) et Hoang (2010) pour le marché de l'or respectivement au XIXe siècle et dans la deuxième moitié du XXe siècle ou encore par Edlinger et al. (2011, 2013) en ce qui concerne le portefeuille des investisseurs français avant la Première Guerre mondiale.

12. Ces approximations ne sont pas l'apanage des publications récentes. Par exemple, tentant de quantifier le montant de la fortune mobilière française, Guyot (1916, p. 327) écrit : « Ces 142 milliards n'indiquent pas le total des valeurs négociables en France ; il faut y ajouter le total des titres négociables aux bourses départementales de Lille, Lyon, Marseille, Bordeaux, Toulouse et Nantes : mais il faut se garder des doubles emplois ; on peut évaluer

régionales en France, à l'aide de données quantitatives, reposant sur des sources primaires.

Les places régionales ont, néanmoins, fait l'objet de quelques études spécifiques. Ainsi, faisant écho à des travaux pionniers, sans toutefois reposer sur des sources primaires, publiés dans l'entre-deux-guerres et consacrés aux difficultés rencontrées alors par les Bourses de Lille (Parent 1929), de Bordeaux (Pardes 1933) et de Lyon (Dubost 1938), Lambert-Dansette (1961, 1966), Gontard (1985) et Blondel (1997, 1998) fournissent des histoires « institutionnelles », car centrées sur les CAC respectivement des Bourses de Lille, Marseille et Bordeaux. Ces histoires, généralement bien informées, ne se révèlent pas pleinement satisfaisantes. En effet, en se concentrant sur une seule place financière, elles peinent à rendre compte de ses spécificités et n'envisagent pas, si ce n'est marginalement, ses interactions avec les autres marchés, qu'ils soient situés à Paris ou en province. Dans sa thèse de doctorat, Tassin (2000) analyse ainsi le rôle de la Bourse de Lille dans le financement de l'économie locale – l'étude se borne à la région Nord-Pas de Calais – à la fin du long XIXe siècle. Ce travail est complété quelques années plus tard par la thèse de Mastin (2007), portant toujours sur la région lilloise. Ces deux travaux ont le mérite d'étudier la question fondamentale du financement de l'économie locale et de la formation d'un « capitalisme régional ». Néanmoins, ils restent, eux aussi, cantonnés à l'étude d'une seule place et n'abordent que rarement le fonctionnement du cœur du marché financier – la Bourse –, sans lequel il est difficile de réellement appréhender les questions de financement. Un de nos objectifs ici est de mener une analyse du fonctionnement des marchés boursiers en France, c'est-à-dire l'étude de leur microstructure et de leurs relations, notamment concurrentielles.

Devant l'ampleur des sources mobilisables et leur dispersion, nous avons décidé de centrer notre étude sur une bourse régionale en particulier : la Bourse de Lyon. Plusieurs considérations ont guidé notre choix. Tout d'abord, la Bourse de Lyon est, chronologiquement, la première bourse « moderne » de valeurs mobilières, c'est-à-dire disposant d'un parquet, en dehors de Paris. Cela nous permet d'adopter une démarche longue entre 1801, date de réouverture de la Bourse à Lyon et surtout 1845, date de l'instauration du parquet, et 1967, année de la disparition de la CAC de Lyon. La Bourse de Lyon apparaît, en outre, comme la plus importante bourse régionale, que l'on considère des mesures existantes et partielles ou les données que nous construisons dans cette thèse. Le tableau 1.1 fournit plusieurs données concernant les bourses régionales de valeurs mobilières françaises. En particulier, la valorisation implicite de l'institution boursière, calculée comme le produit du nombre d'agents de change par la valeur d'un office, est, à Lyon, sensiblement plus élevé que sur l'ensemble des autres places et ce quelque soit la période étudiée. De même, le cautionnement, à savoir la garantie exigée par le Trésor et déposée auprès de lui par chaque agent de change entrant, est plus important à Lyon, signe que le législateur anticipait dès l'origine – et n'a pas revu à la baisse ses anticipations – une plus forte activité à la Bourse de Lyon. Seul le marché lillois semble dominer la Bourse de Lyon en terme de capitalisation boursière, sans que cela ne soit très informatif du fait de l'ampleur des phénomènes de *cross-listings* ou de multicotations dans le cas français.

Tout au long de ce travail de thèse, nous confirmons le rôle prépondérant de la Bourse de

à 5 milliards les valeurs spéciales aux marchés départementaux ».

TABLE 1.1 – Caractéristiques des bourses régionales françaises, 1870–1914

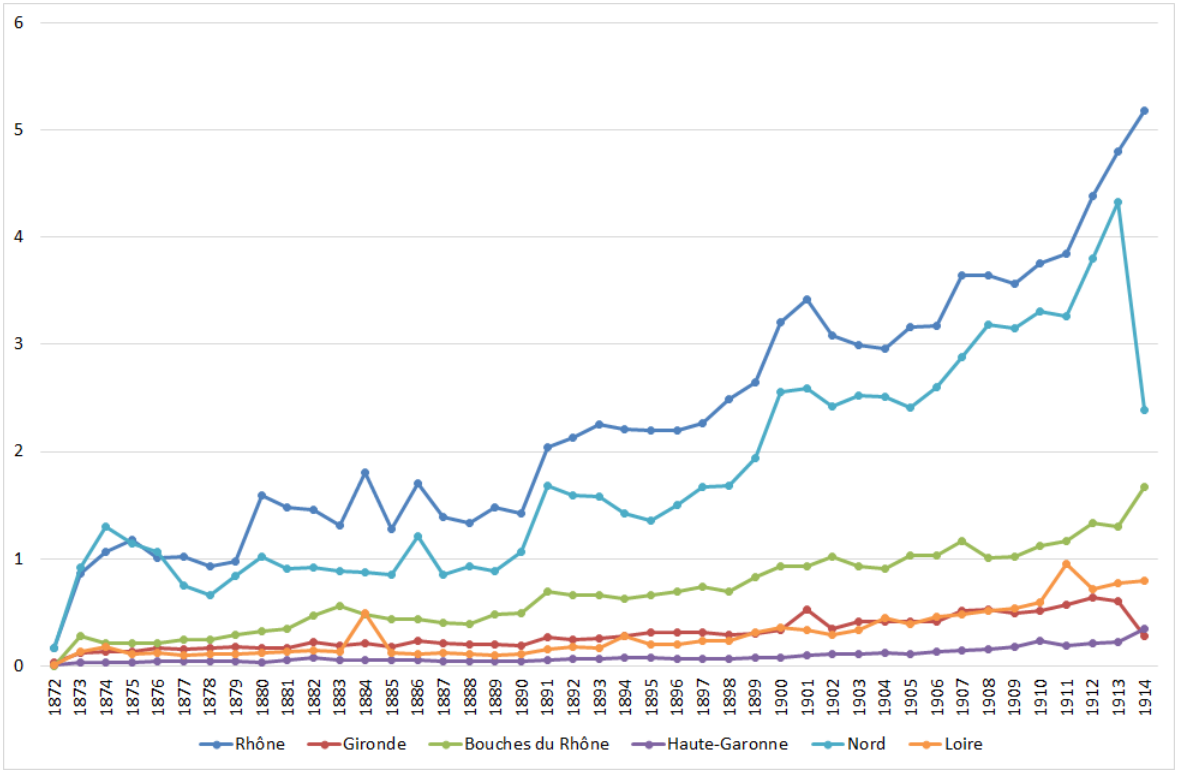
	Lyon	Bordeaux	Marseille	Toulouse	Lille	Nantes
Année de création du Parquet	1845	1846	1847	1852	1861	1868
Nombre d'agents de change 1872	30	20	20	7	6	10
Valeur d'un office 1872	130 000	110 000	55 000	na	na	na
Valorisation implicite 1872	3 900 000	2 200 000	1 100 000	na	na	na
Nombre d'agents de change 1900	27	18	18	7	6	10
Valeur d'un office 1900	170 000	60 000	25 000	na	600 000	na
Valorisation implicite 1900	4 590 000	1 080 000	450 000	na	3 600 000	
Cautionnement	40 000	30 000	30 000	12 000	12 000	na
Capitalisation boursière 1900	1750	39	na	20	1766	51
Capitalisation boursière 1914	3150	142	167	na	3571	180

Sources : Pour le nombre d'agents de change en 1872 et 1900 : Arriès (1900), Charbonnier (1900), Dubois (1900*a*), Guillemet (1900), Lamoureux (1900) et Liagre (1900). Pour le cautionnement : Décret impérial concernant les agents de change du 1er octobre 1862 (*Bulletin des Lois* n°1063). Pour la valeur des offices : procès-verbaux de la Chambre syndicale de Lyon (Archives Départementales du Rhône (ADR), CAC Lyon, Procès-verbal Chambre syndicale (PV CS)) (pour Lyon), Blondel (1997, p. 318) (pour Bordeaux), Gontard (1985, p. 106 & 137) (pour Marseille), procès-verbaux de la Chambre syndicale de Lille (Archives Départementales du Nord (ADN), CAC Lille, PV CS) (pour Lille). Pour la valorisation implicite de chaque place : calculs de l'auteur. Pour la capitalisation boursière en 1900 et 1914 : François-Marsal (1931, p. 453–469).
Notes : « na » indique que la donnée n'est pas disponible. « Nombre d'agents de change » désigne le nombre maximum d'agents de change. Le nombre d'agents de change à Lyon était à l'origine de 30 avant d'être réduit à 27 suite au krach de 1882 (décret du 25 mars 1882). À Marseille, il était initialement de 20 avant d'être ramené à 18 (décret du 31 janvier 1891 et décret du 8 mai 1899). Même chose à Bordeaux : de 20 agents de change au milieu du XIXe siècle, ce nombre passe à 18 en 1900 (décret du 8 mai 1899). La valeur de l'office, en francs courants, est la dernière transaction effectuée dans l'année considérée, sauf pour Bordeaux où nous ne disposons que d'un prix moyen quinquennal : les valeurs de l'office en 1872 et 1900 sont donc issues de moyennes pour les périodes 1872–1875 et 1896–1900. La faible valeur de l'office à Marseille en 1900 s'explique en particulier par la vacance de trois charges à cette période. Il faut attendre août 1905 pour retrouver une valeur de l'office à 60.000 francs à Marseille (Gontard 1985, p. 149). La valorisation implicite de chaque bourse est calculée comme le produit entre la valeur d'un office et le nombre d'agents de change. Nous faisons ainsi implicitement deux hypothèses : tout d'abord, qu'aucune charge n'est vacante au moment de l'évaluation et, ensuite, que la valeur de l'office relevée est représentative de l'ensemble des charges. « Cautionnement » désigne le montant, en francs courants, du dépôt d'un agent de change au Trésor, obligatoire avant toute entrée en fonction. Instauré après l'épisode de Law de 1720, le cautionnement est « spécialement affecté à la garantie des condamnations, qui pourront être prononcées contre eux [agents de change et courtiers] par suite de l'exercice de leurs fonctions » (article 12 de l'arrêté du 29 germinal an IX). Ce montant reste constant, du moins en ce qui concerne les agents de change lyonnais. En plus de ce cautionnement à l'État, peut s'ajouter un cautionnement auprès de la Caisse syndicale de chaque place. Les capitalisations boursières en 1900 et en 1914, en millions de francs courants, sont calculées uniquement sur les valeurs locales, c'est-à-dire cotées exclusivement sur le marché régional et non à Paris.

Lyon au sein des autres places régionales en fournissant des données ou des estimations de la valeur des offices au milieu du XIXe siècle (chapitre 2), du nombre de sociétés cotées (chapitre 3), du nombre d'introductions en bourse (chapitre 4) ou encore des volumes (chapitres 5 et 6). Malgré cette position privilégiée, la place financière lyonnaise n'a pas fait l'objet d'études spécifiques, hormis la thèse déjà citée de Dubost (1938) et l'ouvrage de Labasse (1955) analysant le rôle des réseaux bancaires, uniquement, dans la circulation des capitaux à Lyon après la Seconde Guerre mondiale. Troisièmement, la Bourse de Lyon se trouve directement impliquée dans plusieurs évènements historiques majeurs, comme par exemple le krach de l'Union Générale de 1882 ou encore les transformations économiques que connaît la France sous l'Occupation. Étudier la Bourse de Lyon permet d'approfondir nos connaissances sur ces épisodes déterminants de l'histoire financière française. De plus, comme nous le verrons à de nombreuses reprises au cours des différents chapitres composant cette thèse, la CAC de Lyon agit très souvent comme un représentant des autres places régionales, en centralisant les démarches de chacune des CAC ou même en organisant des réunions entre les différents Syndics des Chambres syndicales de province. Il s'agit donc d'un poste d'observation privilégié. En outre, bien qu'il soit très difficile d'appréhender les marchés financiers français à partir de la demande de titres, Lyon, et le département du Rhône plus généralement, apparaissent comme des bassins d'épargne majeurs, ce qui nous laisse supposer la présence en grand nombre d'investisseurs et donc une plus grande activité boursière. Le Rhône apparaît même comme le principal département en termes d'épargne, en dehors de Paris, si l'on considère l'évolution de la taxe sur les valeurs mobilières (graphique 1.1). Cet impôt porte sur l'ensemble des revenus des valeurs mobilières et indique « de manière plus ou moins directe, la localisation des appels à l'épargne » (Straus 1985, p. 133). Enfin, comme nous le verrons plus en détails dans la sous-section 1.5, la CAC de Lyon a laissé des archives couvrant une période relativement longue, de 1832 à 1967, permettant une analyse fine de son histoire.

Nous nous proposons d'étudier l'histoire de la Bourse des valeurs mobilières de Lyon au cours de la période allant de 1801, date de réouverture d'une Bourse à Lyon, à 1945, fin de la Seconde Guerre mondiale. Il nous a, tout d'abord, paru nécessaire de débuter notre travail avant même l'établissement du parquet à la Bourse de Lyon. En effet, dès le début du XIXe siècle, des dynamiques particulières se mettent en place entre différents acteurs – agents de change lyonnais et parisiens, membres de la Chambre de commerce, autres courtiers de la place, etc. – et se révèlent être indispensables dans la compréhension de la deuxième moitié du siècle en particulier. Notre étude se termine avec la Seconde Guerre mondiale. Alors que nous avions, dans un premier temps, prévu de stopper notre étude avec la fin de la Première Guerre mondiale, il nous a, en effet, semblé important de pouvoir comparer les trajectoires suivies par les Bourses de Paris et de Lyon au cours des deux conflits mondiaux. Nous aurions pu pousser notre étude jusqu'au début des années 1960 et notamment jusqu'à la réforme boursière de 1962 qui instaure l'unicité de la cotation et interdit donc la multicotation, mettant ainsi fin à la concurrence exercée par les différentes places boursières sur titres cotés. Comme le souligne Petit (1969, p. 136), Secrétaire général de la CAC de Paris, le marché financier français entre alors dans une tout autre forme de régulation :

FIGURE 1.1 – Évolution des montants payés au titre de la taxe sur le revenu des valeurs mobilières, 1872–1914



Sources : *Comptes définitifs des recettes* publiés par le ministère des Finances, 1872–1914.
Notes : Les montants exprimés sont en millions de francs courants. La taxe sur le revenu des valeurs mobilières est créée par la loi du 29 juin 1872 et assujetti tous les revenus des actions, obligations, et autres valeurs mobilières à un impôt de 3% par an. Le taux d'imposition varie à deux reprises au cours de la période représentée : le montant de la taxe augmente, tout d'abord, à 4% avec la loi du 26 décembre 1890, puis à 5% avec la loi du 30 décembre 1916. Seuls sont représentés les départements disposant d'une bourse organisée tout au long de la deuxième moitié du XIXe siècle : le Rhône (Lyon), la Gironde (Bordeaux), les Bouches du Rhône (Marseille), la Haute Garonne (Toulouse), le Nord (Lille) et la Loire (Nantes).

> « Dès l'origine (1807), les textes législatifs avaient affirmé que les négociations de valeurs mobilières seraient toutes effectuées par « des » agents de change : encore fallait-il savoir selon quel critère, ils exerceraient leur compétence. À cet égard, deux principes pouvaient théoriquement s'opposer :
> — ou bien le privilège serait exercé concurrentiellement par tous les Agents de change à quelque parquet qu'ils appartiennent, ceci signifiant que toute valeur mobilière pouvait être simultanément admise à toutes les cotes de toutes les Compagnies ;
> — ou bien le marché serait divisé en secteurs réservés d'activité, selon des critères à définir, le choix pouvant se fixer, entre autres hypothèses possibles, sur une territorialité de la clientèle, sur une territorialité des entreprises cotées, sur la capitalisation des valeurs, sur la nature des valeurs...
>
> En fait, les deux solutions se sont succédées, l'exercice concurrentiel du privilège ayant été le système en vigueur avant la réforme boursière de 1962, le système de l'unicité de cotation étant celui que cette réforme a institué depuis le 2 janvier 1962 ».

Toutefois, dès la fin des années 1940, l'activité réelle à la Bourse de Lyon demeure extrêmement faible, c'est pourquoi nous avons laissé la période de 1945 à 1962 en dehors du champ de cette étude. En 1967, la CAC de Lyon disparaît définitivement, à l'instar de l'ensemble de CAC de province, avec la création d'une Compagnie nationale des agents de change.

1.3 Quelle méthodologie pour l'étude des bourses régionales ?

Au risque de simplifier excessivement la littérature existante, deux approches méthodologiques s'opposent en matière d'étude d'un marché boursier. La première consiste, tout d'abord, à analyser les marchés régionaux et plus globalement « périphériques » à la lumière des développements récents concernant les « marchés émergents » (Goetzmann & Jorion 1999). Cette approche se décline en trois temps (Battilossi & Morys 2011). Premièrement, prenant appui sur les travaux menés sur les marchés dominants, il s'agit de situer historiquement l'émergence de ces marchés régionaux à partir de variables de développement financier comme le nombre de sociétés cotées et surtout la capitalisation boursière (Rajan & Zingales 2003). Un inconvénient majeur de cette approche est que les variables de développement financier ne recouvrent généralement pas une définition claire [13]. De plus, cette approche suppose de fixer un seuil en termes de capitalisation boursière à partir duquel un marché serait émergent, ce qui est nécessairement arbitraire ! Dans un deuxième temps, cette littérature s'applique à isoler, avec plus ou moins de succès, les déterminants principaux du développement du marché considéré, en insistant no-

13. Par exemple, dans le cas de la capitalisation boursière, faut-il la calculer uniquement à partir des actions privées ou bien y inclure également les obligations ? Le fait de ne considérer que les actions de sociétés dans le calcul de la capitalisation boursière a-t-il un sens pour le XIXe siècle où la plupart des marchés boursiers se développent autour des transactions sur des titres de dette publique ? La Porta et al. (2008) font ainsi remarquer que selon la base de données utilisée dans Rajan & Zingales (2003), Cuba serait le pays le plus développé financièrement en 1913, avec un ratio capitalisation boursière / PIB égal à 2,19. De même, l'Égypte jouirait d'un développement financier égal à celui du Royaume-Uni à la veille de la Première Guerre mondiale (ratio égal à 1,09 pour les deux pays). L'article de Rajan & Zingales (2003) a ainsi été réévalué par Bozio (2002) pour la France et par Sylla (2006) pour les États-Unis.

tamment sur la législation en vigueur dans le pays (La Porta et al. 1998). Dans un troisième temps, enfin, il est possible d'étudier les caractéristiques financières propres de ces marchés. Par exemple, Battilossi & Houpt (2006) construisent un indice boursier pour Bilbao pour l'entre-deux-guerres et montrent que ce marché est proche dans ses caractéristiques de certains marchés contemporains, dits « émergents », c'est-à-dire notamment avec une plus grande persistance de la volatilité des cours après un choc (Bekaert & Harvey 2003, Bekaert et al. 2007) [14].

Tous les éléments de cette première approche ne nous ont pas paru être les plus appropriés pour notre étude. En effet, s'il est utile de mesurer le développement financier de chaque place et de tenter d'expliquer l'évolution des mesures ainsi établies – ce que nous ferons à de nombreuses reprises tout au long de ce travail –, l'étude des caractéristiques financières propres aux places régionales n'a pas semblé pertinente dans le cas français. Ce dernier présente en effet certaines spécificités rendant caduques ce type d'approche. À l'opposé de pays où l'on constate une forte spécialisation des bourses, comme la Suisse (Mayor 1913, p. 44–68), le phénomène de multicotation est particulièrement développé en France. Dès leur création au milieu du XIXe siècle, les bourses régionales accueillent en effet de très nombreuses valeurs également cotées à Paris. Ces valeurs multicotées sont, en outre, parmi les plus importantes capitalisations boursières des marchés français. Par exemple, alors que Le Bris (2011) montre que les valeurs composant l'indice CAC-40 reconstitué sur longue période couvrent un très large partie du marché financier parisien, nous avons calculé que cet indice reconstitué rendait compte d'une grande partie des valeurs cotées à la Bourse de Lyon [15]. Il serait donc vain dans ces conditions de vouloir calculer un nouvel indice de marché. Enfin, puisque nous nous concentrons sur le cas français, toute explication s'appuyant sur des cadres législatifs différents s'avère inopérante.

1.4 L'apport de la littérature sur la concurrence entre bourses

Une autre approche, plus féconde pour le cas qui nous intéresse, consiste à analyser le développement des marchés boursiers à travers le prisme des dynamiques concurrentielles à l'œuvre. La littérature consacrée à la concurrence entre places boursières distingue plusieurs éléments sur lesquels sont susceptibles de porter ces dynamiques (voir pour des revues de littérature Madhavan (2000), Biais et al. (2005), Gomber et al. (2017)) :

— la transparence des marchés. Cette notion renvoie à la « capacité des participants au marché à observer les informations dans le processus de négociation » (O'Hara 1995, p. 252). Le niveau de transparence des marchés, qu'elle concerne les ordres (transparence pré-transactionnelle) ou les transactions conclues (transparence post-transactionnelle) est important, car il affecte les stratégies suivies par les investisseurs. Ainsi, les opérateurs informés ont tendance à préférer les marchés opaques afin de conserver leur avantage comparatif et de ne pas révéler leurs informations, tandis qu'au contraire, des investisseurs,

14. D'autres exemples incluent les articles de Garbade & Silber (1978, 1979) et Houpt & Cagigal (2010) sur l'intégration financière respectivement aux États-Unis et en Espagne, ou encore de Castaneda & Tafunell (2001) et Cuevas (2009) où des indices de marché respectivement des Bourses de Barcelone et de Valence sont construits.

15. Plus précisément, nous trouvons que 84% de la valeur des titres cotés figurant dans l'indice CAC-40 sont également cotés à la Bourse de Lyon en 1892. Ce chiffre est de 80% en 1914.

petits porteurs ou peu informés, préfèrent agir sur des marchés plus transparents pour obtenir davantage d'information avant de passer un ordre. Cette hétérogénéité entre les opérateurs peut alors mener à une fragmentation du marché financier (Madhavan 1995).

— les coûts de transaction. Ces derniers incluent les coûts directs associés à une transaction, comme les commissions et les remises accordées. Une bourse peut tenter d'attirer des investisseurs et des émetteurs grâce à des coûts de transaction plus faibles que ses concurrents (Foucault & Parlour 2004). Dans le même temps, les coûts de transaction comportent également des composantes indirectes, comme par exemple les coûts liés aux délais éventuels dans l'exécution des ordres.

— d'autres éléments comme le nombre minimum de titres inclus dans chaque transaction, les horaires d'ouverture de la bourse, le montant minimal de variation des cours, etc.

L'impact de cette concurrence entre bourses est incertain. Elle peut en effet mener à deux types d'équilibre différents : la concentration de l'activité financière sur une place unique, ou, au contraire, la fragmentation des places boursières, avec le développement de plusieurs plateformes différenciées concurrentes.

D'une part, la théorie économique classique standard montre que le résultat de la concurrence entre bourses est l'émergence d'un marché unique, concentrant en un même lieu l'ensemble des investisseurs et des émetteurs. Un seul marché maximise, en effet, les économies d'échelle et permet d'amortir les coûts fixes sur un nombre plus élevé de transactions, ce qui entraîne de fait une réduction des coûts de transaction. La concentration permet ainsi d'exploiter des externalités positives de réseau et génère ainsi une plus grande liquidité, des prix plus efficients et incite davantage d'entreprises à se faire coter sur ces bourses, ce qui permet en outre d'élargir les possibilités de diversification de portefeuille (Ramos & von Thadden 2008). Selon ces approches, le marché unique serait un résultat non seulement optimal, mais également naturel. En effet, dans ce cadre d'analyse, la concurrence entraîne l'homogénéisation des modèles de bourses. En effet, les bourses vont adopter le type d'organisation de la place dominante, c'est-à-dire celui permettant d'opérer avec des coûts de transaction plus faibles. À l'équilibre final, seule une bourse survit et absorbe l'activité de l'ensemble des autres places.

D'autre part, la concurrence entre bourses peut mener à la fragmentation des places boursières, notamment en présence d'investisseurs hétérogènes ou de barrières à l'information. S'il existe dans la littérature un consensus sur le fait que la co-existence de marchés boursiers similaires dans un environnement avec information parfaite constitue un gaspillage de ressources, certains arguments sont à mettre au crédit de la thèse selon laquelle différentes bourses peuvent offrir un espace de négociation à des investisseurs et émetteurs qui, sans leur existence, auraient été exclus du marché unique ne correspondant pas à leurs préférences. Un résultat fort de cette littérature est qu'il est impossible d'organiser un marché satisfaisant les préférences hétérogènes des participants au marché en matière de liquidité, transparence et immédiateté. Un *trade-off* majeur existe alors entre la liquidité et la transparence. Comme nous l'avons vu, les modèles classiques de microstructure introduisent deux types d'investisseurs selon le degré d'information dont ils disposent. Ce niveau différencié d'information entraîne une fragmentation de l'activité financière, avec d'un côté les investisseurs informés préférant opérer sur des marchés opaques

(par exemple, des marchés de gré à gré), et de l'autre, les agents non informés effectuant leurs opérations sur des marchés plus transparents, fonctionnant par exemple, sur le principe des enchères.

Tout au long de ce travail, nous montrons que ce cadre théorique s'applique de manière féconde à notre cas historique et permet de penser les relations notamment entre la Bourse de Paris, marché dominant, et la Bourse de Lyon. En particulier, ces Bourses se livrent une concurrence dans un double but : attirer des émetteurs, d'une part, et les ordres des investisseurs, d'autre part.

1.5 Sources

Un des défis à relever avant toute étude sur les marchés boursiers régionaux tient à l'identification de sources propres. En effet, si les archives de la CAC de Paris et du Trésor sont désormais connues et largement utilisées [16], il n'en demeure pas moins qu'elles n'offrent qu'une vision limitée du rôle des bourses régionales, essentiellement orientée vers les règlements de ces derniers [17]. Si ces archives ont pu nous être ponctuellement utiles, nous avons préféré fonder notre étude sur un fond émanant directement d'un marché régional. Le corpus principal d'archives utilisé dans cette thèse est constitué des documents de la CAC de Lyon. Ce fonds privé, propriété d'Euronext, conservé aux Archives Départementales du Rhône, couvre la période 1832 à 1967. Il se compose de 243 cotes et est constitué de quatre blocs principaux.

Le premier bloc est formé des procès-verbaux des réunions de la Chambre syndicale et de la Compagnie. Ils constituent le cœur de notre étude et n'ont, à notre connaissance, jamais été utilisés auparavant, à l'exception d'Antoine Genevet, Syndic de la CAC de Lyon de 1886 à 1892 et auteur en 1890 d'une *Histoire depuis les origines jusqu'à l'établissement du Parquet en 1845* de la Compagnie des Agents de change de Lyon. Étant donnée sa position privilégiée, il a pu consulter les registres de la CAC de Lyon pour la période 1832 à 1845. Le premier compte-rendu d'une réunion de la Chambre syndicale est daté du 4 juin 1832 [18] et d'une Assemblée générale de la Compagnie du 10 décembre 1855. Les procès-verbaux de la Chambre syndicale, disponibles pour la période de 1832 à 1959, sont consignés dans 14 volumes, tandis que les comptes-rendus des Assemblées générales tiennent en 4 volumes pour la période 1855 à 1966 [19]. L'apparition de ces comptes-rendus en 1832 n'est pas anodine et correspond à un besoin d'organisation de la Compagnie, comme l'explique Genevet (1890, p. 199) :

> « L'introduction de ce nouveau genre d'affaires [les opérations sur valeurs mobilières, à terme notamment] allait provoquer une véritable révolution dans la vie de la corporation. Avec le danger qui pouvait en résulter, avec le besoin de s'en défendre,

16. Pour un court descriptif des archives de la CAC de Paris déposées au CAEF, voir Lagneau-Ymonet & Riva (2010*a*) et Lagneau-Ymonet et al. (2014*a*). Pour des travaux publiés reposant sur ces archives, voir entre autres Hautcœur & Riva (2012) et Lagneau-Ymonet & Riva (2012).

17. Au sein du fonds CAC Paris conservé au CAEF, nous avons eu ponctuellement recours aux cartons suivants mentionnés dans l'annexe 1.B.

18. Un extrait du compte-rendu de la première réunion de la Chambre syndicale à notre disposition est reproduite en annexe 1.C.

19. Malheureusement, le volume couvrant la période de juin 1882 à novembre 1900 n'a pas pu être retrouvé.

> s'imposait aux agents de change la nécessité d'avoir à leur tête une autorité vigilante et forte. Aussi, est-ce au début de l'année 1832 que nous voyons s'ouvrir enfin les registres, ou Livres des délibérations, de la compagnie : ces témoins, plus vivants et plus intimes, vont nous faire assister aux laborieux efforts de la compagnie pour procéder à une réorganisation de ses moyens d'action, afin qu'ils fussent plus en rapport avec la transformation de ses moyens d'existence ».

Deux types de comptes-rendus sont donc disponibles : ceux des réunions de la Chambre syndicale et ceux des Assemblées générales de la Compagnie. La Chambre syndicale est l'organe dirigeant de la bourse. Composée, à Lyon, d'un Syndic et de six Adjoints, élus pour une année par l'ensemble de la CAC réunie en Assemblée générale, la Chambre syndicale joue un double rôle de surveillance du marché et d'autorité lorsqu'elle se mue en chambre de discipline ou lorsqu'elle règle un conflit entre deux agents de change. Outre ces fonctions, la Chambre syndicale prend les décisions et fixe les règlements du fonctionnement de la bourse : admission de valeurs à la cote officielle, détermination du cours de compensation, fixation du tarif de courtages, etc. Le compte-rendu de ces réunions s'avère le plus souvent décevant, sauf à deux principales occasions : d'une part, lors de l'admission de valeurs à la cote, il est possible, selon les périodes, de disposer d'informations très complètes sur les émetteurs des titres ; d'autre part, lors de la mise en place de nouveaux règlements ou de nouvelles pratiques. Avant d'être ratifiés par l'ensemble de la Compagnie réunie en Assemblée générale, ils font l'objet de discussions détaillées à la Chambre syndicale, ce qui permet de reconstituer le fil des évènements et de la réflexion sous-jacente à la nouvelle règlementation. Moins fréquentes que les réunions de la Chambre syndicale, les Assemblées générales servent le plus souvent à ratifier les décisions préalablement prises par la Chambre syndicale. L'ensemble des agents de change de la Compagnie y participent. Les Assemblées générales de fin d'exercice comptable, en décembre de chaque année, ont été les plus intéressantes pour nous. Outre une présentation de la situation financière de la Compagnie par le rapporteur de la commission de comptabilité, elles sont constituées d'un discours du Syndic revenant sur les principaux évènements concernant l'institution boursière au cours de l'année écoulée.

Le graphique 1.2 représente le nombre de réunions annuelles, tant de la Chambre syndicale que de la Compagnie. Il est, en tant que tel, informatif. En effet, un nombre élevé de réunions est, en règle générale, associé à la discussion d'une question importante pour la Compagnie. Les plus hautes fréquences de réunion de la Chambre syndicale sont regroupées dans le tableau 1.2. Les deux exemples les plus marquants pour Lyon sont, sans aucun doute, la période 1879–1882 et l'année 1898. Au cours de la première, sont, tout d'abord, discutées les modalités d'installation d'un fil télégraphique reliant directement les Bourses de Paris et de Lyon, ainsi que les mesures à prendre face à l'emballement financier, puis suite à la déroute du marché en 1882. En 1898, les agents de change se réunissent le plus souvent pour débattre de la réforme du marché financier français votée la même année. Inversement, au cours de la Première Guerre mondiale, alors que de nombreux agents de change sont mobilisés et que le marché tourne au ralenti, le nombre de réunions suit un rythme faible. Les rares réunions de la Chambre syndicale ont lieu dans le seul

but de discuter l'application des décisions prises à Paris concernant la liquidation des opérations à terme à échéance fin juillet 1914 (voir chapitre 6).

TABLE 1.2 – Quelques évènements marquants à la Bourse de Lyon, 1832–1967

Chambre syndicale		
Année	Nb de réunions	Événements particuliers
1853	29	La position comptable de la Caisse syndicale est exceptionnellement publiée après chaque liquidation
1877 & 1879	48 & 49	Installation d'un télégraphe privé à la Bourse de Lyon (voir chapitre 5)
1882	76	Krach de l'Union Générale (voir chapitre 5)
1898	70	Réforme du marché financier en France (voir chapitres 3, 5 et 6)
1903	67	Nombreuses admissions en bourse (voir chapitre 4) « Affaire des téléphones » (voir chapitre 5)
1912	50	Les procurations sont publiées dans les PV de la CS

Assemblée générale		
Année	Nb de réunions	Évènements particuliers
1882	14	Krach de l'Union Générale (voir chapitre 5)
1913	11	Affaire Girinon (voir chapitre 6) Installation de quatre agents de change
1966	12	Création de la Compagnie Nationale des Agents de change (disparition de la CAC de Lyon)

Les pièces comptables constituent le second bloc des archives de la CAC de Lyon. Elles se composent des procès-verbaux de la Commission de comptabilité, des Inventaires, des Grands Livres de la CAC, du Livre journal et des Livres de caisse. Les pièces les plus intéressantes sont les Inventaires, ainsi que les Grands Livres. En effet, les premiers donnent, sous une forme synthétisée et agrégée, un état de la situation comptable de la Compagnie – bilans, comptes de profits et pertes, frais généraux, etc. – pour chaque année entre 1896 et 1957. Les derniers fournissent l'évolution précise de chaque compte de la Caisse syndicale. Nous les avons utilisés en particulier pour reconstituer une série d'impôt versé par la Caisse syndicale (voir chapitre 6). En revanche, les procès-verbaux de la Commission de comptabilité, disponibles pour la période 1892-1967, se sont révélés être assez décevants : ils ne comportent le plus souvent qu'une approbation des comptes de la Caisse syndicale, sans que ceux-ci ne soient discutés.

Un troisième ensemble du fonds de la CAC de Lyon est composé des dossiers personnels d'agents de change, 85 au total. Ils concernent exclusivement la période comprise entre 1884 et 1969. Ces dossiers, de taille très variable[20], comportent les documents officiels concernant la transmission des offices d'agent de change (décret de nomination, dépôt du cautionnement auprès du Trésor et auprès de la Caisse syndicale, etc.) et l'acte de société formée pour exploiter la charge d'agent de change. Nous avons laissé de côté ces dossiers dans le cadre de cette thèse, mais ils contiennent le nom et l'adresse des commanditaires, c'est-à-dire des apporteurs de capitaux, et pourraient donc être mobilisés pour une étude des réseaux d'agents de change lyonnais.

Enfin, le fonds de la CAC de Lyon inclut des pièces diverses, comme les règlements successifs

20. Le dossier de Gérard Delore (161 J 141) ne comporte que cinq feuillets alors que le dossier d'Hubert Audras (161 J 121), coupable d'une escroquerie sur le marché de l'or dans les années 1950, se composent de plusieurs pochettes volumineuses.

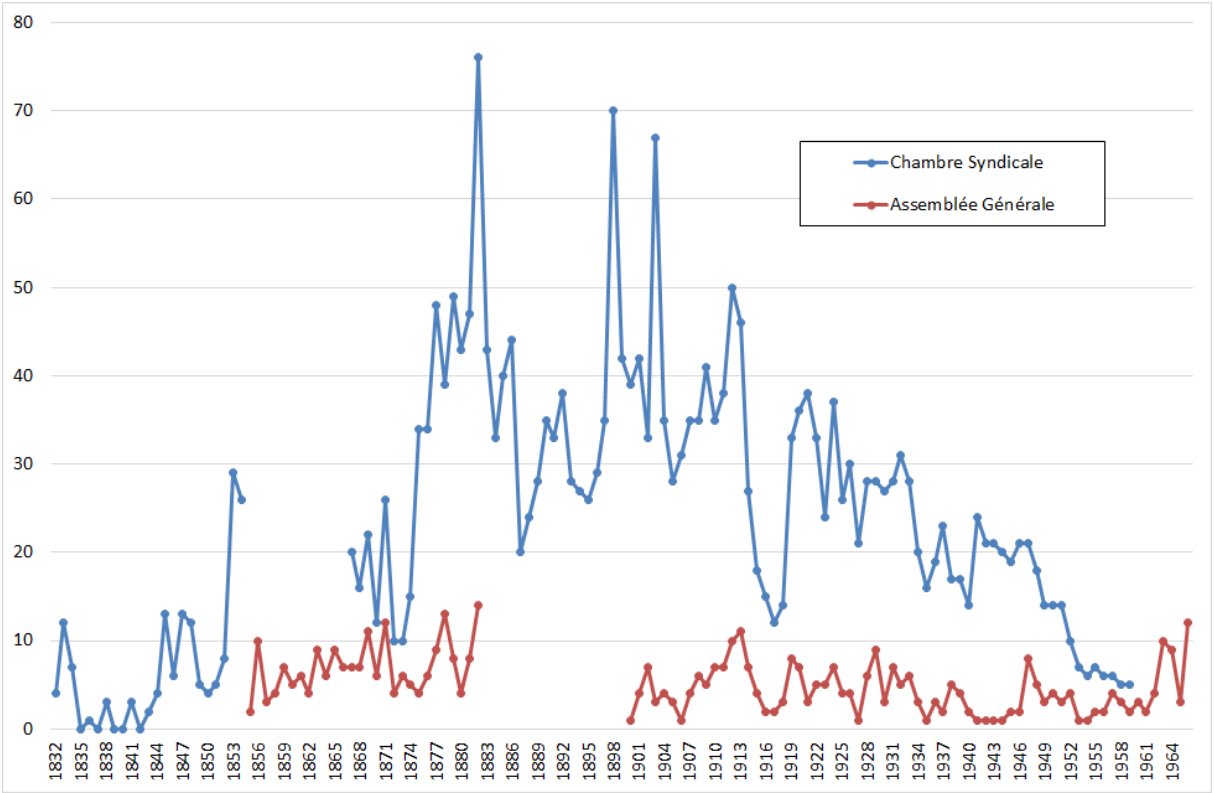
de la Compagnie, certains annuaires et cotes boursières publiées dans les années 1930 et 1940 par la CAC de Lyon ou encore des dossiers couvrant diverses affaires contentieuses de l'après Seconde Guerre mondiale.

La plupart de ces archives n'était pas destinée à être publiée, voire même consultée [21]. Elles offrent ainsi la vision directe des acteurs qui font preuve de grande liberté de parole. Ceci constitue un grand avantage dans un travail d'histoire financière, mais cela signifie également que ces sources sont partielles et partiales. Afin d'avoir un regard le plus objectif possible sur ces discours et analyses, nous avons complété leur étude par la lecture des procès-verbaux d'autres places boursières, notamment celles de Paris, Marseille, Bordeaux et Lille [22], mais également par l'emploi de données quantitatives, le plus souvent reconstruites à partir de sources primaires. Ainsi, nous avons été amené à collecter de données boursières, à partir des cotes officielles publiées par les CAC ou de la presse financière, et des informations sur les émetteurs de titres, dans les différents annuaires boursiers, rédigés par les CAC elles-mêmes ou non, disponibles pour cette période. Enfin, nous avons eu recours à plusieurs occasions à certaines archives du fonds de la CAC de Paris et du fonds Trésor, tous deux conservés au Centre des Archives Économiques et Sociales (CAEF).

21. Jean Bouvier a par exemple à plusieurs reprises, pour ses travaux sur le Crédit Lyonnais et le Krach de l'Union Générale, tenté de les consulter, sans que ses requêtes ne soient acceptées par la CAC de Lyon (Bouvier 1960, 1961, 1968).

22. Les archives des CAC de province ont notamment été utilisées par Blondel (1997, 1998), Genevet (1890), Gontard (1982, 1985), Lambert-Dansette (1961, 1966), Mastin (2007), Oosterlinck & Riva (2010), Riva (2012*a*) Tassin (1994, 2000).

FIGURE 1.2 – Nombre de réunions, Chambre syndicale et Assemblée générale, CAC de Lyon, 1832–1967



Sources : ADR, CAC Lyon, PV Assemblée générale (AG) et PV CS, 1832–1964 (voir annexe 1.A.1).

1.6 Plan général de la thèse

Le chapitre 2 présente les conditions de l'émergence de la Bourse de Lyon dans sa forme moderne. Les quatre chapitres suivants peuvent être regroupés en deux blocs. Tout d'abord, les chapitres 3 et 4 abordent le premier point des dynamiques concurrentielles entre les bourses en France, c'est-à-dire la concurrence sur les émetteurs, et fournissent deux mesures du développement financier, à savoir le nombre de sociétés cotées sur chaque marché boursier entre 1870 et 1913 et le nombre d'introductions en bourse sur une période plus courte, 1898–1909. Le deuxième bloc porte sur la concurrence sur l'activité boursière, c'est-à-dire sur les ordres reçus par les agents de change. Alors que le chapitre 5 est consacrée à la période de la fin du XIXe siècle, le chapitre 6 se concentre sur les deux conflits mondiaux. Ces deux chapitres proposent deux mesures alternatives des volumes boursiers.

La création et l'institutionnalisation des bourses régionales en France, 1801–1870

Le chapitre 2 étudie la création de la Bourse de Lyon dans sa forme « moderne » et les modalités de son institutionnalisation dans la première moitié du XIXe siècle. Pour cela, il compare la destinée lyonnaise aux marchés bordelais et marseillais. Alors que la Bourse de Lyon est officiellement instituée en 1801, plus de quarante années sont nécessaires aux agents de change pour s'émanciper d'une part, des autres courtiers de la place et en particulier de ceux en charge des opérations sur la soie, et d'autre part, du pouvoir de la Chambre de commerce. En effet, celle-ci refuse catégoriquement, dans les années 1830 et 1840, l'instauration d'un parquet à la Bourse de Lyon, c'est-à-dire un espace de négociations à la criée ouvert au public, par crainte de voir le « jeu » se développer, alors même que les agents de change ont abandonné les négociations de lettres de change et d'effets de commerce, cœur de leur activité jusque dans les années 1830, et pratiquent déjà des opérations sur valeurs mobilières, au comptant ou à terme, sur la rente française et des valeurs industrielles, en particulier locales. Nous replaçons la position de la Chambre de commerce de Lyon dans le contexte intellectuel du début du XIXe siècle et montrons que ces résistances à l'établissement d'un marché financier font écho à la dénonciation de la « spéculation » développée par de nombreux contemporains. Devant le développement des affaires à terme et le souci d'assurer davantage de transparence sur ces opérations, la Chambre de commerce cède finalement en 1845. L'installation d'un parquet à la Bourse de Lyon, rapidement suivi d'une décision similaire à Bordeaux et Marseille, marque une période de croissance sans précédent pour la Bourse de Lyon. Désormais capable de traiter les négociations de titres de sociétés disposant de capital social imposant, elle admet, en particulier, à sa cote les actions des compagnies de chemins de fer, sur lesquelles se développent de nombreuses transactions. La valeur des offices des agents de change lyonnais augmente en conséquence, signe du développement de la place financière. Dans ce chapitre, nous étudions également de quelle manière la Bourse de Lyon s'est construite et institutionnalisée au cours de la première moitié du XIXe siècle, notamment en implémentant des règlements particuliers, tout en tentant de susciter puis de renforcer un esprit corporatiste parmi les agents de change. Celui-ci culmine à l'occasion de la

crise financière de 1866 où la Compagnie décide, collectivement, de prendre en charge les pertes individuelles d'une poignée d'agents de change.

La Bourse de Lyon et les autres. Une première évaluation de la géographie des marchés financiers français au XIXe siècle

Dans le chapitre 3, nous dressons, pour la première fois, un panorama complet de la géographie financière française entre 1870 et 1913. Nous fournissons, en particulier, une mesure du développement financier classique dans la littérature, à savoir le nombre de sociétés cotées pour l'ensemble des places boursières au cours de cette période, ainsi qu'une décomposition sectorielle permettant de saisir l'évolution des secteurs bénéficiant d'un financement *via* les marchés financiers. Nous montrons notamment qu'entre un tiers et la moitié des sociétés cotées en France au cours de cette période le sont sur un marché régional, ce qui témoigne de leur importance. Autrement dit, le développement de la place parisienne, notamment au cours des années 1890 et 1900, ne s'est pas fait au détriment de la province, selon cette mesure. En outre, la Bourse de Lyon représente, selon les années considérées, entre 30% et 60% des sociétés cotées en province. Dans un deuxième temps, nous cherchons à rendre compte de ces évolutions à partir des changements observés tant dans l'économie locale et nationale que dans les décisions des Chambres syndicales des différentes Bourses. En effet, nous montrons qu'une large part de l'extension de la cote officielle à la fin du XIXe siècle, notamment de la Bourse de Lyon, est imputable à une nouvelle politique d'admission à la cote. L'image de la géographie financière obtenue est relativement stable au cours de ces années, mais est le résultat d'une dynamique institutionnelle façonnée par les relations de concurrence entre places et les changements dans la régulation et l'organisation des bourses.

Les introductions en bourse en France : caractéristiques, déterminants du choix de la place de cotation et concurrence entre bourses, 1898–1909

Dans le chapitre 4, la concurrence entre les places boursières françaises est étudiée à partir des introductions en bourse et du choix de la place de cotation des entreprises au cours de la Belle Époque, période de fort développement financier. Une base de données, regroupant l'ensemble des introductions et des admissions dans les bourses françaises entre 1898 et 1909, est construite à partir de multiples sources primaires et secondaires. Après avoir expliqué le fonctionnement du marché primaire à la Belle Époque, nous montrons, tout d'abord, que la majorité des introductions en bourse ont lieu à Paris, place financière française dominante, ou à Lyon, plus importante place régionale au cours de cette période.

Grâce à une politique volontariste d'admission à la cote, le marché lyonnais domine d'ailleurs, en nombre, le marché des introductions en bourse. Toutefois, en dehors du marché officiel de Paris, les sociétés admises pour la première fois à l'une des huit bourses françaises disposent d'un capital faible. En comparaison avec les entreprises introduites en bourse de nos jours, elles apparaissent, par ailleurs, comme relativement jeunes. Notre analyse empirique montre enfin

que les caractéristiques de la firme, en particulier la localisation et la taille, influencent significativement le choix de sa place de cotation. Ainsi, les entreprises à capital élevé (respectivement faible) ont davantage tendance à s'introduire à la Bourse de Paris (resp. à la Bourse de Lyon). En outre la distance entre le siège social de l'entreprise et la bourse est négativement corrélée avec la probabilité d'y être admis. Ces résultats suggèrent que le marché du capital demeure segmenté en France au début du XXe siècle.

nous étudions la répartition géographique des introductions en bourse, ou premières cotations, en France entre 1898 et 1909. Nous montrons alors qu'il existe une certaine spécialisation au sein des places boursières françaises. En particulier, la Bourse de Paris accueille à sa cote des sociétés généralement plus vieilles et disposant d'un capital social plus élevé que ses concurrentes de la province. En outre, la distance entre le siège social d'une entreprise et la place financière où elle est introduite est le principal déterminant du choix de cotation. Nous interprétons le fait que la géographie continue de jouer un rôle à cette époque en France par la présence d'asymétries d'information.

«Lyon n'est plus » ! Le krach de l'Union Générale et la lutte pour la survie de la Bourse de Lyon, 1882–1913

Nous étudions, dans le chapitre 5, la trajectoire suivie par la Bourse de Lyon autour du krach boursier de 1882, considéré comme le plus sévère de l'histoire contemporaine française, entre 1875 et 1913 et nous l'inscrivons dans une histoire plus large des relations et de la concurrence entre bourses en France. À l'aide d'estimations portant sur les volumes négociés, nous montrons, tout d'abord, que le boom de 1880-1881 connaît une ampleur totalement démesurée à Lyon, même en comparaison de la Bourse de Paris. L'engouement parmi les investisseurs lyonnais pour les valeurs de l'Union Générale et de la Banque de Lyon et de la Loire n'explique qu'en partie ce phénomène. En effet, la Bourse de Lyon pratique des opérations favorisant la spéculation sur ces valeurs et les agents de change se rendent coupables de plusieurs manquements à leur statut d'officier ministériel. Cela explique l'attitude du ministère des Finances après le krach de 1882 : considérant les pertes lyonnaises comme « privées », il laisse la Bourse de Lyon exsangue et livrée à son sort. Plus de vingt années sont nécessaires à la CAC de Lyon pour rembourser intégralement les pertes de 1882. Entre 1883 et 1890, le rattrapage de l'activité de la Bourse de Lyon est favorisé par la Coulisse, marché non-officiel situé à Paris. Celle-ci effectue, en effet, de nombreuses opérations d'arbitrage directement sur le marché lyonnais. L'homogénéisation des bourses officielles, conséquence de l'application du décret de 1890, et les déboires subis par la Coulisse – notamment la crise des mines d'or d'octobre 1895 –, stoppent ce processus. Au début du XXe siècle, la réforme de 1898, dont l'une des conséquences majeures est la plus grande centralisation de l'activité financière à la Bourse de Paris, fragilise un peu plus la position des bourses de province, au premier rang desquelles figure la Bourse de Lyon. Cette dernière ne doit alors sa survie qu'à une stratégie de différenciation vis-à-vis du marché dominant, passant par une politique plus large d'admission à la cote, le maintien d'un segment non officiel de marché et l'adaptation de ses services à un environnement changeant.

Concurrence boursière en période trouble : les Bourses de Paris et de Lyon au cours des deux guerres mondiales

Dans le chapitre 6, nous analysons plus particulièrement la concurrence entre les Bourses de Paris et de Lyon au cours des deux conflits mondiaux. À la veille de la Première Guerre mondiale, la place financière parisienne joue un rôle central dans le marché financier français et représente plus de 90% des volumes échangés en France. La situation est similaire dans les années 1930, durant lesquelles les bourses régionales souffrent davantage de la crise que la place parisienne. La question de la survie des bourses régionales est alors directement posée par les contemporains. Nous étudions, dans ce contexte, l'impact des deux conflits mondiaux, chocs exogènes, sur l'industrie boursière en France. En effet, tant le Parquet que la Coulisse – les deux marchés boursiers parisiens –, ferment peu de temps après le déclenchement des conflits, pour ne rouvrir que plusieurs mois plus tard. Dans le même temps, les principaux marchés régionaux, non directement menacés par l'avancée de l'armée allemande, demeurent ouverts. Dans ce chapitre, nous utilisons les montants d'impôt sur les opérations de bourse, impôt proportionnel à la valeur des échanges, versés par les Compagnies des Agents de Change de Paris et de Lyon pour évaluer l'évolution de l'activité boursière sur ces deux places. Nous montrons qu'au cours de la Première Guerre mondiale, l'activité boursière s'effondre que ce soit à Paris, mais également à Lyon, malgré la fermeture du marché dominant en France. Au contraire, au cours de la Seconde Guerre mondiale, la Bourse de Lyon atteint un part de marché relativement importante. En utilisant des sources françaises et allemandes, nous rendons compte de ce résultat en montrant que le marché financier français est complètement gelé à partir d'août 1914 du fait de l'instauration de nombreux moratoires financiers et monétaires, alors qu'au cours de la Seconde Guerre mondiale, au contraire, le contexte macroéconomique et financier est davantage favorable aux marchés boursiers. La Bourse de Lyon parvient ainsi à s'approprier une part élevée des opérations financières, notamment grâce à sa localisation en zone non occupée qui lui permet de négocier de certains titres et l'ensemble des valeurs étrangères, ce qui n'est le cas de Paris.

Annexe

1.A Procès-verbal des réunions des CAC

1.A.1 Bourse de Lyon

Les archives de la CAC de Lyon sont conservées aux Archives départementales du Rhône (34 Rue du Général Mouton-Duvernet, 69003 Lyon) [23]. Les comptes-rendus des réunions de la Chambre syndicale portent les cotes :

- 161 J 1 : 4 juin 1832 au 27 décembre 1854
- 161 J 2 : 1er janvier 1867 au 31 décembre 1878
- 161 J 3 : 18 janvier 1879 au 30 décembre 1884
- 161 J 4 : 9 janvier 1885 au 25 août 1897
- 161 J 5 : 3 septembre 1897 au 14 février 1902
- 161 J 6 : 24 février 1902 au 14 novembre 1906
- 161 J 7 : 27 novembre 1906 au 19 avril 1912
- 161 J 8 : 22 avril 1912 au 5 mars 1920
- 161 J 9 : 11 mars 1920 au 11 décembre 1925
- 161 J 10 : 15 décembre 1925 au 17 octobre 1933
- 161 J 11 : 19 octobre 1932 au 29 décembre 1942
- 161 J 12 : 14 janvier 1943 au 10 juin 1948
- 161 J 13 : 12 juillet 1948 au 8 septembre 1959
- 161 J 14 : Registre annexe (registre personnel du Syndic) : 19 août 1946

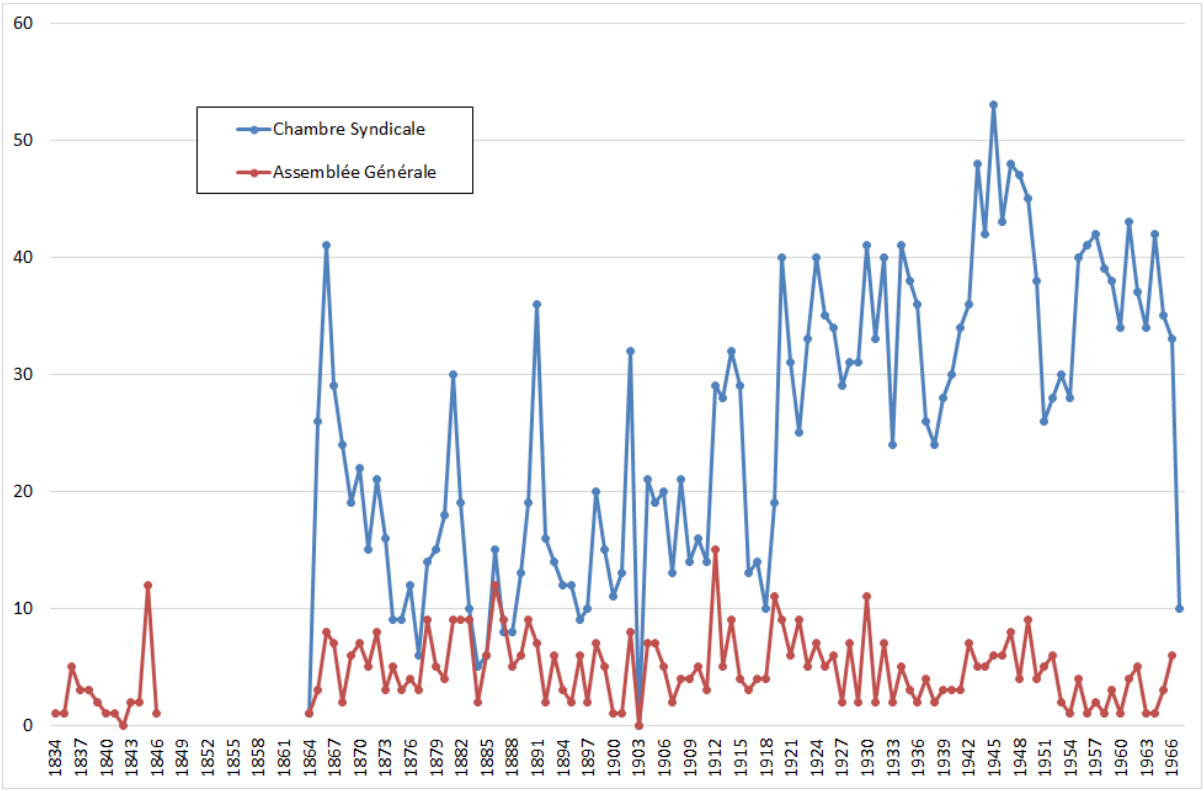
Les délibérations des Assemblées générales portent les cotes suivantes :

- 161 J 15 : 10 décembre 1855 au 13 mai 1882
- 161 J 16 : 21 décembre 1900 au 11 octobre 1923
- 161 J 17 : 21 décembre 1923 au 12 mars 1946
- 161 J 18 : du 20 décembre 1946 au 22 décembre 1966

23. Un répertoire numérique du fonds « Compagnie des agents de change de Lyon, 1832-1969 » a été établi par Angelo Riva, Mohamed Zaïm et Marion Duvigneau en 2011.

1.A.2 Bourse de Marseille

FIGURE 1.A.1 – Nombre de réunions, Chambre syndicale et Assemblée générale, CAC de Marseille, 1834–1967

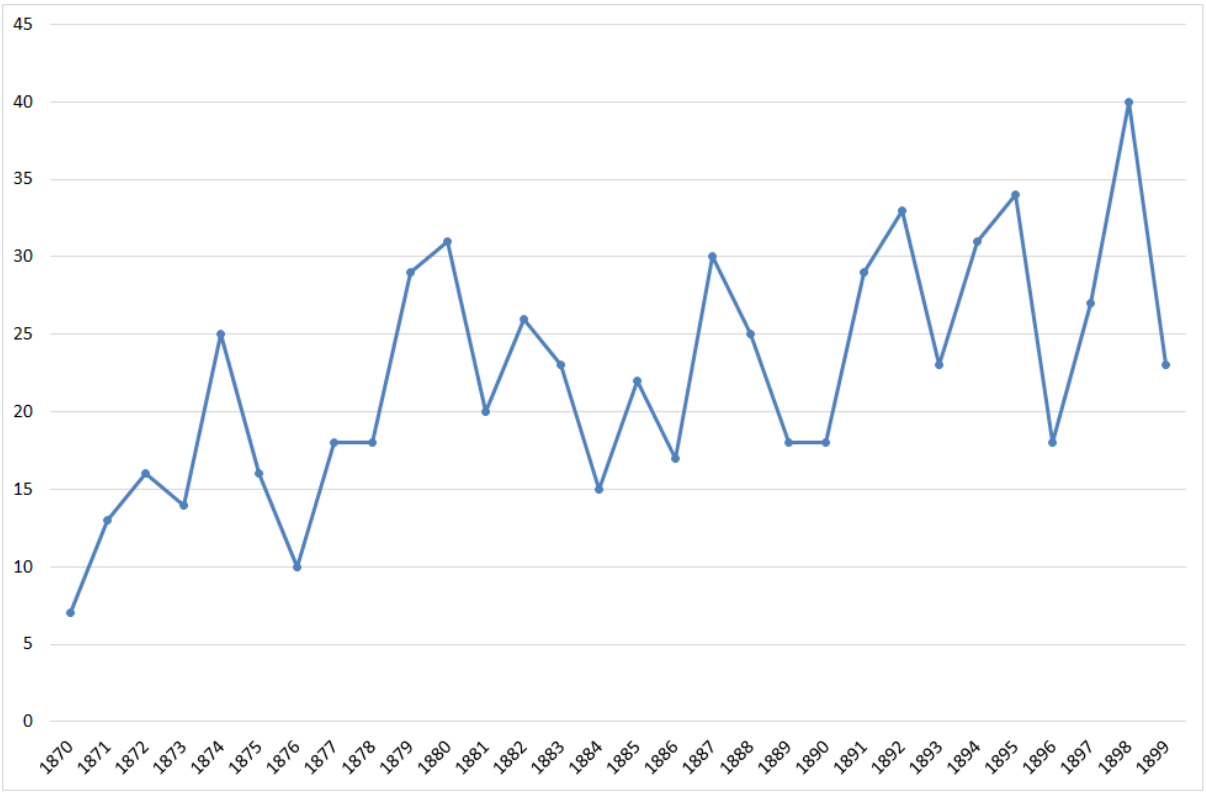


Sources : CAEF, CAC Marseille, PV AG et PV CS, 1834–1967.

1.A.3 Bourse de Bordeaux

Les archives de la CAC de Bordeaux sont également conservées au CAEF. Les procès-verbaux de la Chambre syndicale disponibles sont regroupés dans deux volumes, le premier allant du 3 octobre 1870 au 19 novembre 1887, le second couvrant la période 22 novembre 1887 au 28 octobre 1889, portant la cote B-70385/1.

FIGURE 1.A.2 – Nombre de réunions, Chambre syndicale, CAC de Bordeaux, 1870–1899



Sources : CAEF, CAC Bordeaux, PV CS, 1870–1899.

1.A.4 Bourse de Lille

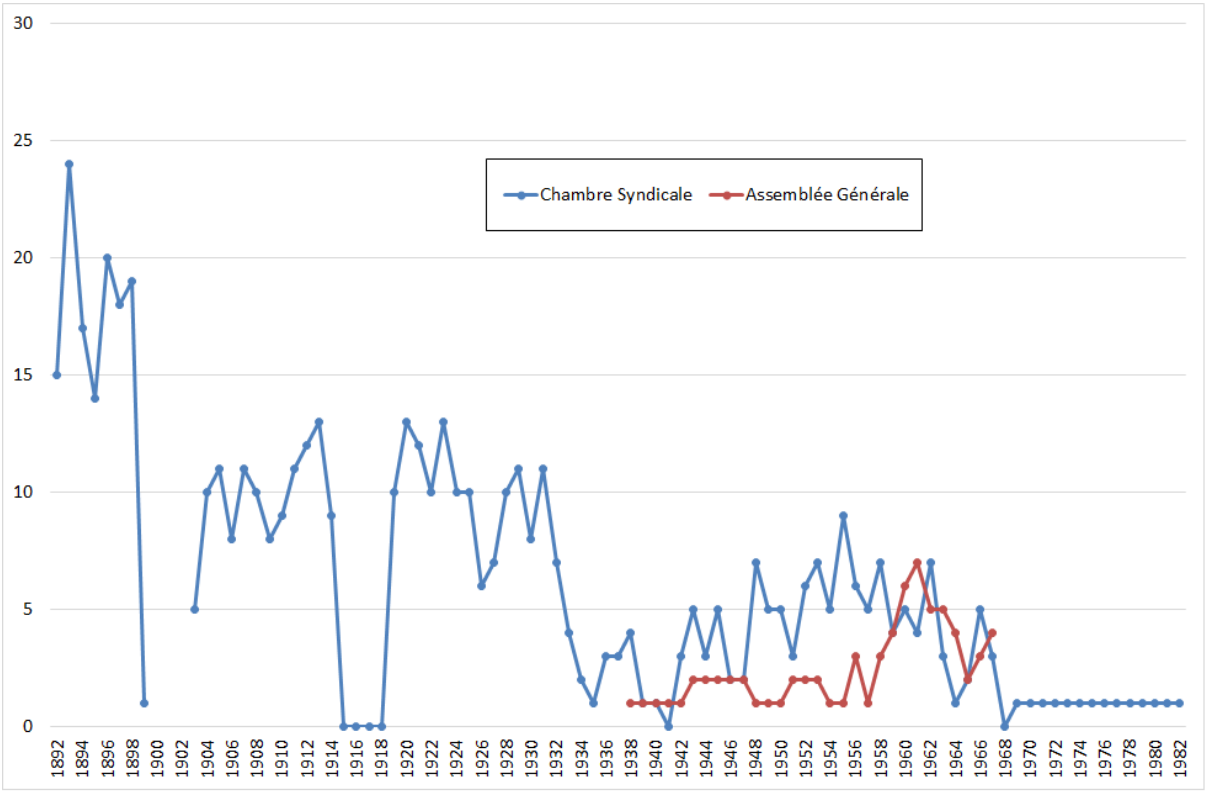
Les archives de la CAC de Lille ont été déposées en mars 1998 aux Archives départementales du Nord (22 rue Saint-Bernard, 59000 Lille) [24]. Les délibérations de la Chambre syndicale portent les cotes suivantes :

- 153 J 5 : 12 février 1892-4 février 1899
- 153 J 6 : 10 septembre 1903-9 avril 1910
- 153 J 7 : 9 avril 1910-17 février 1914
- 153 J 8 : 15 février 1921-18 janvier 1927
- 153 J 9 : 3 mars 1927-2 janvier 1941
- 153 J 10 : 16 février 1942-15 juin 1949

24. Un répertoire du fonds « Bourse de Lille, 1861-1991 » a été élaboré par Catherine Jakubowski en juillet 1998.

— 153 J 11 : 15 juin 1949-15 février 1956
— 153 J 12 : 7 mars 1956-8 décembre 1982

FIGURE 1.A.3 – Nombre de réunions, Chambre syndicale et Assemblée générale, CAC de Lille, 1892–1982



Sources : ADN, CAC Lille, PV AG et PV CS, 1892–1982.
Notes : Les années 1899 et 1903 sont incomplètes. Nous avons adopté la convention suivante : une valeur manquante signifie qu'il nous n'a pas été possible de retrouver le registre de délibération concerné. En revanche, une valeur nulle indique la présence dudit registre, mais l'absence de réunion pour cette chaque année.

1.B Les bourses régionales dans le fonds CAC Paris

Nous mentionnons ci-dessous les cartons du fonds CAC de Paris déposé au CAEF touchant directement aux bourses régionales de valeurs mobilières :

— B-67693, Bourses de province : contrôle des agents de change (1958–1967) ; liste des agents de change : correspondance (1879–1894) ; procès-verbaux de la chambre syndicale (1943–1957) ; articles de presse (1957–1961) ; correspondance (1941–1957)
— B-67694/1, Agents de change de province (1899–1926) : liste des membres
— B-67694/2, Bourse de Bordeaux : règlements (1879–1929) ; composition de la chambre syndicale (1940–1966) ; avances faites par le compagnie des agents de change (1914–1928) ; régime fiscal applicable (1931–1953) ; correspondance (1940–1972) : notes, correspondance ; procès-verbaux de la chambre syndicale (1960–1969)
— B-67695, Bourse de Lyon : règlements pour création d'offices (1833–1953) ; valeurs (1882–

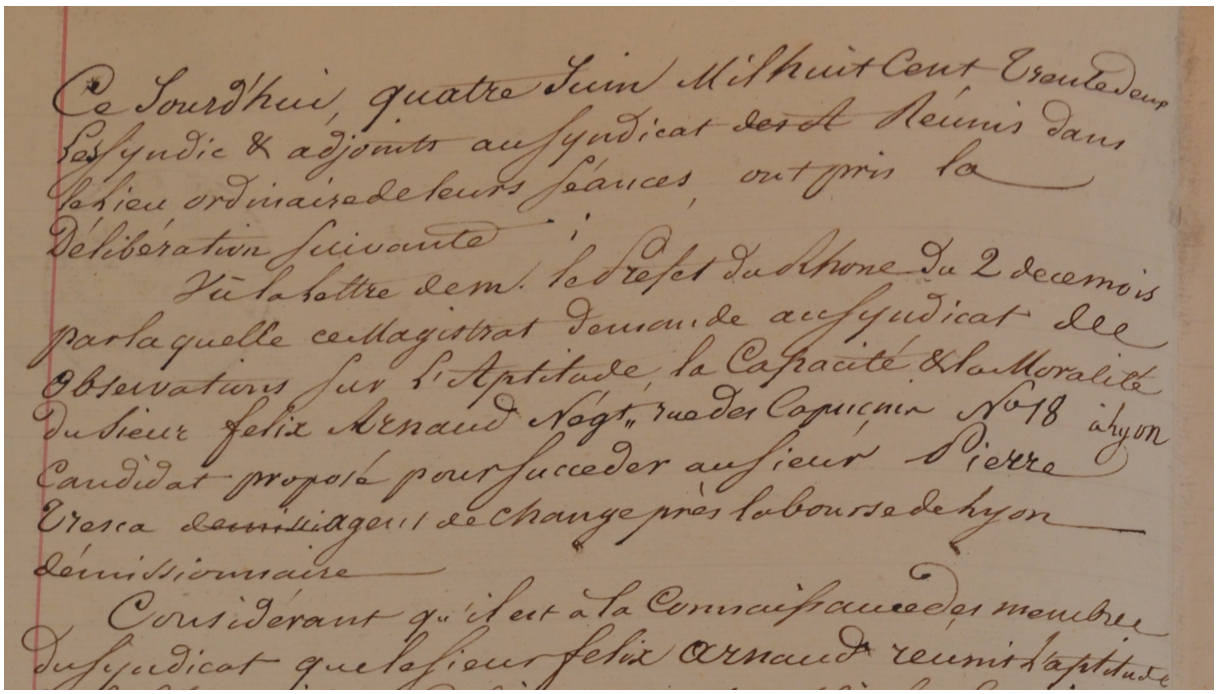
1913) ; règlements intérieurs (1882–1927) ; situation de comptes (1835–1955) ; composition de la chambre syndicale (1939–1959) ; faillite Audras (1951–1954) : règlements, extraits de procès-verbaux, revue de presse ; correspondance (1941–1951)

— B-67696/1, Bourse de Marseille : composition de la chambre syndicale (1940–1966) ; procès-verbaux de la chambre syndicale (1952–1953) ; projet de rétablissement d'un marché à terme (1953) ; affaire Reboul (1917–1919) ; actions Mattei (1956) : notes, extraits de procès-verbaux, revue de presse ; correspondance (1858-1970)

— B-67696/2, Bourses de province, bourse du Havre (1869–1938) ; bourse de Rouen (1903–1961) ; bourse de Sète (1925) ; bourse de Toulouse (1852-1941) ; bourse de Lille (1892–1939) ; bourse de Nantes (1869–1958) : règlements, rapports, revue de presse, correspondance.

1.C Illustration : PV de la Chambre syndicale de la CAC de Lyon, 4 juin 1832

Figure 1.C.1 – Extrait du PV de la Chambre syndicale de la CAC de Lyon, 4 juin 1832


Ce Jourd'hui, quatre Juin Mil huit Cent Trente deux
Les Syndic & adjoints au Syndicat des A Réunis dans
le lieu ordinaire de leurs séances, ont pris la
Délibération suivante :
Vu la lettre de m. le Préfet du Rhone du 2 de ce mois
par laquelle ce Magistrat demande au Syndicat des
Observations sur l'Aptitude, la Capacité & la Moralité
du Sieur Felix Arnaud Négt, rue des Capucins No 18 à Lyon
Candidat proposé pour succeder au Sieur Pierre
Tresca ~~demissi~~ agent de change près la bourse de Lyon
démissionnaire
Considérant qu'il est à la Connaissance des membres
du Syndicat que le Sieur Felix Arnaud réunit l'aptitude

Source : ADR, CAC Lyon, 161 J 1, PV CS, 1832–1854.

Chapitre 2

La création et l'institutionnalisation des bourses régionales en France, 1801–1870

> « Plus nous allons, et plus le progrès de l'agiotage se dessine et prend de colossales proportions. Très certainement cette fièvre aura une grande influence sur les plaisirs et les fêtes de l'hiver. Les soirées et les bals sont menacés ; la spéculation fera un immense tort à la musique et à la danse. L'agiotage règne despotiquement dans les salons aristocratiques ; où ne règne-t-il pas ? Toutes les classes de la société sont en proie à cette passion. Combien d'exemples, combien d'anecdotes nous pourrions citer, si la discrétion ne nous imposait silence ? »
>
> *Journal de la Guillotière*, jeudi 11 décembre 1845.

2.1 Introduction

La première bourse française n'est pas établie à Paris, mais à Lyon. Bien que la chronologie soit à prendre avec extrême précaution et que le terme de « bourse » revête des réalités changeantes au cours du temps, on considère traditionnellement les quatre foires annuelles, autorisées par des lettres patentes de Louis XI de 1463, d'une durée de quinze jours, au cours desquelles des marchands notamment étrangers, négocient à Lyon des lettres de change et opèrent des transferts d'argent, comme le premier marché boursier de l'hexagone (Braudel 1979*a*, p. 79). Dès les années 1540, soit bien avant la création d'une « Bourse des marchands » à Paris en 1563, des négociants se réunissent à la « Loge des Florentins », actuelle place des Changes à Lyon, toujours pour y mener des opérations de change (Vigne 1903). Jouissant d'une situation géographique facilitant le commerce et les affaires avec les banquiers italiens et genevois, Lyon domine alors le paysage financier français.

Au cours du XVIIIe siècle, le rapport de domination entre Lyon et Paris s'inverse. En 1709, une crise éclate à Lyon et Genève, suite à la décision de Louis XIV, alors en pleine guerre de

Succession d'Espagne, de différer ses paiements, laissant Samuel Bernard, son prêteur attitré dans de graves difficultés et incapable d'honorer ses engagements à Lyon notamment (Sayous 1938). Cette crise laisse transparaître le caractère désormais obsolète du système des paiements qui subsiste à Lyon, malgré le déclin des foires commerciales. De manière plus décisive, l'épisode de Law contribue à renverser la dynamique entre Lyon et Paris. Avec la création de la Banque Royale en 1716, le centre financier du royaume est désormais situé à Paris. Même la chute de Law en 1720 bénéficie, en un sens, à la capitale puisqu'elle amène à la fondation en 1724 de la Bourse de Paris pour les négociations des lettres de change et des effets de commerce (Braudel 1979*b*, p. 285). Lyon a perdu son *leadership* à l'échelle nationale et ne le retrouvera pas.

Dès avant le XVIIIe siècle, les opérations « boursières » sont effectuées en France par des courtiers spécialisés, officiellement nommés et titulaires d'un office : les agents de change. Ils disposent alors d'un monopole sur les opérations de banque et de change. La Révolution française libéralise le commerce en y mettant fin et en supprimant les offices d'agents de change. Très rapidement, toutefois, devant le désordre introduit par la liberté de commerce, des bourses de commerce rouvrent et les agents de change sont réinstallés. Il faut cependant attendre le milieu du XIXe siècle pour que les premières bourses régionales soient autorisées à s'organiser, à l'instar de la Bourse de Paris, autour d'un parquet, à savoir un « lieu séparé et placé à la vue du public, dans lequel les agents de change se réunissent pour la négociation des effets publics et particuliers, en exécution des ordres qu'ils ont reçus avant la Bourse ou peuvent recevoir pendant sa durée » [1]. L'établissement d'un parquet, synonyme d'une plus grande transparence autour des transactions boursières, marque l'entrée des bourses régionales dans l'ère moderne : leurs agents de change abandonnent le papier commercial et se spécialisent entièrement dans les négociations sur valeurs mobilières, qui se déroulent le plus souvent à terme. Ces marchés deviennent alors semblables à la Bourse de Paris, certes dans une taille réduite, et peuvent mobiliser des montants conséquents de capitaux, capacité cruciale dans les processus d'essor des sociétés par actions et d'industrialisation du pays.

Nous étudions dans ce chapitre les Bourses de Lyon, Bordeaux et Marseille, premières places régionales à obtenir le droit d'ériger un parquet de 1801 à la fin de la décennie 1860. L'objectif de ce chapitre n'est pas tant de fournir une histoire détaillée de ces trois bourses régionales au cours de la première moitié du XIXe siècle, mais bien de comprendre comment ces marchés régionaux se sont construits et institutionnalisés au cours de cette période. Autrement dit, *via* quelles modalités, règles et autres conventions d'échange propres les places régionales ont-elles émergé ? Par quels processus cet ensemble de règles a-t-il été généralisé et intériorisé par l'ensemble des acteurs financiers ? Enfin, nous nous demanderons comment l'esprit corporatiste des Compagnies des agents de change (CAC) de province s'est forgé dans cette première moitié du XIXe siècle. Pour répondre à ces questions, ce chapitre s'appuie sur des sources primaires inédites, celles reproduites dans Genevet (1890), ouvrage rédigé par le Syndic de la CAC de Lyon à la fin du XIXe siècle, et, à partir de 1832, sur les procès-verbaux des réunions de la Chambre syndicale de la Bourse de Lyon, ainsi que sur de la littérature secondaire, en particulier Blondel (1997,

1. Article 23 de l'arrêté du 27 prairial an X (16 juin 1802).

1998) pour la Bourse de Bordeaux et Gontard (1982, 1985) pour la Bourse de Marseille.

Nous écartons volontairement de notre l'étude les places de Lille, Nantes, Nice et Toulouse qui disposent toutes d'un parquet, même temporairement, au cours du XIXe siècle. L'émergence de la Bourse de Lille a en effet déjà été étudiée, par ailleurs, par Petit-Konczyk (2004), et il est fort probable que le parquet, autorisé en 1861, l'ait été suite aux expériences lyonnaise, bordelaise et marseillaise. Nous avons également laissé de côté le cas des Bourses de Toulouse et de Nantes, où un parquet est instauré respectivement en 1852 et 1868, par manque complet d'information sur ces places [2], l'éphémère Bourse de Nice dont le parquet érigé en 1881 ne survit que peu de temps au krach de 1882 et est fermé en 1887, ainsi que la Bourse de Nancy, active après la Première Guerre mondiale, mais qui répond à des logiques différentes, étant dirigée essentiellement par des banques (François-Marsal 1931, p. 468).

Nous montrons qu'au cours des deux premières décennies du XIXe siècle, la position privilégiée de l'agent de change de province, dont le métier consiste alors quasi exclusivement en la négociation de lettres de change et d'effets de commerce, est contestée, parfois illégalement, par d'autres courtiers. Ce n'est que lorsque le métier de l'agent de change évolue vers la négociation de valeurs mobilières, dans les années 1830 avec le développement des opérations sur rente française et sur valeurs industrielles au cours de la décennie suivante, que les agents de change s'affirment comme un groupe autonome et reconnu. Cette mutation induit la mise en place de règles spécifiques et pousse les agents de change à demander l'autorisation d'instaurer un parquet afin notamment d'améliorer la transparence sur la négociation des valeurs mobilières. S'engage alors une lutte d'une durée de plus de dix années entre les CAC de province d'une part et les Chambres de commerce de chaque ville d'autre part, où l'enjeu principal est l'acceptation d'un marché financier moderne. Les Chambres de commerce s'inscrivent alors dans une longue tradition, déjà présente au XVIIIe siècle et chez les économistes classiques et penseurs saint-simoniens, assimilant les opérations boursières avec le « jeu » et les rejetant comme étant, par essence, improductives et immorales. À Lyon, la Chambre de commerce cède en 1844 devant l'ampleur prise par les négociations, qui se déroulent alors dans un environnement particulièrement opaque, et la pression des négociants de la ville. Avec l'instauration de parquets au milieu du XIXe siècle, les bourses régionales changent littéralement de dimension : désormais émancipées du pouvoir commerçant, elles sont désormais capables de négocier, à terme, les titres des plus grandes sociétés, comme les compagnies de chemins de fer. Le développement de leurs marchés est synonyme de prospérité pour les agents de change qui voient la valeur de leurs offices s'accroître fortement suite à l'instauration des parquets. Cela n'empêche pas les parquets régionaux d'être fortement contestés que ce soit dans l'opinion publique ou même au sein des municipalités des villes où ils sont installés. Nous montrons, enfin, que l'esprit de corps des CAC de Bordeaux, Lyon et Marseille se forgent définitivement en 1866, soit beaucoup plus tard qu'à Paris, à l'occasion d'une crise financière, jusqu'alors sans précédent.

Le reste de ce chapitre est organisé de la manière suivante. La section 2.2 introduit quelques

2. La seule trace que nous avons trouvée sur la Bourse de Toulouse avant l'instauration de son parquet est une argumentation datant de 1831 et visant à démontrer que l'établissement d'une Bourse à Toulouse est inopportun (Ducos 1831).

éléments d'histoire de la pensée économique en France au début du XIXe siècle, utiles pour comprendre les obstacles opposés au développement des bourses régionales au cours de cette période. En particulier, nous montrons que les écoles de pensée dominantes sont résolument hostiles aux opérations à terme se réglant par simples différences et ont recours à des arguments que l'on retrouvera dans les discours des Chambres de commerce, hostiles dans un premier temps à l'établissement de parquets de négociation. La section 2.3 examine les deux premières décennies du XIXe siècle et en particulier les difficultés éprouvées par les agents de change pour s'émanciper des autres courtiers, avant le développement en province des opérations sur la rente française dans les années 1830. Dans la partie 2.4, nous étudions l'économie politique de l'instauration d'un parquet. Nous analysons ainsi les principaux arguments présentés en sa faveur par les agents de change, ainsi que les considérations sur lesquelles se fondent les Chambres de commerce pour repousser les demandes des agents de change. Nous étudions également dans cette partie les raisons du changement d'état d'esprit des Chambres de commerce autour de 1844–1846 aboutissant à l'instauration des parquets, ainsi que ses conséquences. La section 2.5 montre que bien que vivement contestées dès les premières années des parquets, les bourses régionales poursuivent leur développement. De plus, nous mettons en évidence que, paradoxalement, c'est au cours de la plus grave crise financière de leur récente histoire, en 1866, que l'esprit corporatiste des agents de change de province se renforce. Enfin, la section 2.6 conclut.

2.2 La condamnation de l'agiotage dans la France du début du XIXe siècle

Tout au long de ce chapitre, nous développerons l'idée selon laquelle l'émergence des bourses régionales a été retardée en France, notamment du fait d'un contexte intellectuel défavorable au développement de certaines activités financières. Plus précisément, nous tâcherons de montrer que l'histoire des bourses régionales de la Révolution française au milieu du XIXe siècle ne peut être comprise qu'à la lumière de la contestation des contemporains vis-à-vis des opérations à terme sur valeurs mobilières et en particulier de « l'agiotage ». Cette contestation n'est pas une singularité française [3], mais contribue à expliquer pourquoi la création des bourses régionales intervient plus de quarante années après la réouverture de la Bourse de Paris. Elle naît au XVIIIe siècle, au cours duquel la France connaît des innovations et des déboires financiers majeurs, mais est également particulièrement présente dans la pensée économique contemporaine. Notre objectif ici n'est pas d'écrire une histoire exhaustive de la « ligne fine » [4] dressée entre les opérations purement spéculatives, perçues comme néfastes car improductives et les opérations d'investissement, permettant l'accumulation du capital et l'industrialisation, mais de mettre en exergue certains éléments faisant écho à notre questionnement.

3. Ces débats ne sont, en effet, en aucun cas, spécifiques au marché financier et à la France. Les travaux de Stanziani (2007, 2011) étudient l'évolution de la notion de la spéculation et de sa répression, en particulier sur les biens alimentaires. On peut, de plus, citer parmi tant d'autres exemples, la dénonciation sévère à l'égard des marchés américains à terme portant sur les biens agricoles, notamment, à la fin du XIXe siècle (Cowing 1965, Jacks 2007).

4. Pour reprendre les termes du titre de l'ouvrage de Banner (2017).

2.2.1 Le Système de Law, la spéculation des années 1780 et l'interdiction des opérations à terme

La premières critiques portant sur les opérations financières « modernes » émergent au XVIIIe siècle, en même temps qu'elles se généralisent. Selon Martin (*Étrennes Financières*, 1789), l'agiotage fait son apparition en France au moment de l'épisode de Law :

> « Jusqu'à l'époque du Système de Law, l'esprit d'agiotage avait été presque inconnu en France [...] malgré les relations qui s'étaient établis entre la France et toutes les autres nations de l'Europe et qui nécessitaient, à Paris et dans toutes les grandes villes du royaume, de nombreuses maisons de banque, on pouvait remarquer, pour nouvelle preuve du peu de goût de la nation pour l'agiotage, que presque tous les chefs de ces maisons étaient étrangers, et que cette profession, quoique infiniment lucrative et quoiqu'elle fût la source de fortunes considérables, ne jouissait d'aucune considération dans la société, avant le milieu du XVIIIe siècle » (cité par Thiveaud (1998, p. 30–31)).

Mis en œuvre à partir de 1716, le système de Law a pour objectif d'assainir les finances publiques. Celles-ci se trouvent, après la mort de Louis XIV, dans un état désastreux, conséquence des nombreuses guerres menées au cours de son règne. Appelé par le Régent, Law établit un système fondé sur la circulation de papier-monnaie et est autorisé à créer, sur le modèle de la Banque d'Angleterre, la Banque générale, dont le capital est payable en papiers d'État. La Banque devient Banque royale à partir de 1719 : ses billets sont désormais garantis par l'État. Suite à la création et à l'absorption par Law de plusieurs Compagnies de commerce, il se retrouve à la tête de monopoles commerciaux et du système fiscal français. Les augmentations de capital de la Banque, décidées pour réduire la dette publique, donne lieu à d'intenses spéculations au milieu de la rue Quincampoix et à la formation d'une bulle sur les titres émis par la Banque royale, alimentée par des opérations menées à découvert. Les anticipations du marché se retournent à l'été 1720, ce qui provoque la chute du Système de Law et la ruine de bon nombre d'actionnaires (Faure 1977). Cet épisode marque durablement l'histoire financière française : c'est notamment dans le but de lutter contre l'agiotage, caractéristique de cet épisode, que la Bourse de Paris est officiellement créée par l'arrêt du 24 septembre 1724, qui interdit par la même occasion les opérations à terme (Hoffman et al. 2000, p. 69–95).

Malgré l'interdiction, les opérations à terme demeurent pratiquées [5]. Dans les années 1780, la France connaît une autre vague d'intenses spéculations : Taylor (1962) compare ainsi la période pré-révolutionnaire à la décennie 1920 aux États-Unis ! Calonne, le contrôleur général des finances de Louis XVI, tente d'enrayer la spéculation sur les titres de la Caisse d'escompte, en réaffirmant l'interdiction des opérations à terme par l'arrêt du 16 janvier 1785. Toutefois, dès l'année suivante, l'agiotage reprend notamment sur les grandes compagnies, comme la Compagnie des eaux de Paris ou encore la Nouvelle Compagnie des Indes (Thiveaud 1998). C'est dans ce contexte que Mirabeau rédige sa fameuse *Dénonciation de l'agiotage au Roi et à l'Assemblée des Notables*, dans lequel il considère l'agiotage comme « l'ennemi le plus redoutable [du]

5. Les opérations à terme ne sont autorisées en France qu'à partir de 1885 (voir chapitre 5).

Royaume » (Mirabeau 1787, p. v), puisqu'il est néfaste au crédit public et tend à corrompre les sujets. Ces débats ne sont pas uniquement concentrés autour de la place parisienne [6]. En effet, la même année, Imbert-Colomès, négociant, banquier et 3ème échevin de Lyon, rédige un rapport au nom de la Chambre de commerce de la même ville, intitulé « Mémoire contre l'agiotage » [7], avançant des arguments similaires.

2.2.2 La critique de l'agiotage chez les économistes classiques

Pour comprendre cette dénonciation portant uniquement sur un certain type d'opérations financières, il est utile de se pencher sur les écrits des économistes contemporains. Ces derniers tendent notamment à distinguer deux motifs d'entreprendre une opération financière : la spéculation et l'agiotage. La spéculation, en tant que telle, est le propre des opérations menées dans le but de réaliser un bénéfice. Cette pratique est en soi considérée comme normale au sein du marché. En revanche, le terme d'agiotage renvoie à une « spéculation excessive » (Courtois & Vidal 1902, p. 191), dans la mesure où les opérations de ce type se concluent par simple règlement des différences, sans livraison des titres. Cette distinction entre spéculation et agiotage est omniprésente au cours de cette période, que ce soit dans l'opinion publique ou chez les économistes contemporains les plus célèbres.

Le cas de Jean-Baptiste Say est emblématique de cette pensée. Il dénonce en effet régulièrement dans ses écrits « l'improductivité » des activités financières. Il précise sa pensée dans le chapitre du *Cours complet d'économie politique pratique* qu'il consacre à la question de l'agiotage (Say 1829). Il reconnaît, tout d'abord, les bienfaits d'un système financier et de placements de fonds publics et admet la spéculation, c'est-à-dire l'achat de titres « pour les revendre lorsque leur prix [est] plus élevé », comme une activité des « plus légitimes » (p. 168). Toutefois, il critique violemment l'agiotage, défini comme « un pari que tel effet négociable sera monté, ou descendu, à tel prix, à une époque déterminée » (p. 168). Say désigne par là des opérations à terme, se soldant par règlements des différences et non par transfert de titres, ce qui prouve, selon Say, qu'il ne s'agit en réalité que « d'un pari déguisé » entre deux joueurs (p. 169). De ce point de vue, les opérations à prime, ancêtres des options d'achat telles que nous les connaissons aujourd'hui, constituent la pire espèce de l'agiotage. Après avoir caractérisé l'agiotage comme un jeu, Say détaille les conséquences pour la nation. Tout d'abord, l'attractivité de ces loteries entraîne des ruines de grande ampleur. En outre, l'agiotage s'exerce au détriment des activités productives : « tous ces jeux qui entraînent beaucoup de malheurs et dont l'industrie et la production ne profitent jamais, pourraient, je crois, être supprimés, si le gouvernement le voulait » (p. 177). Say préconise, d'ailleurs, l'interdiction pure et simple de l'agiotage :

> « Les joueurs ne sont ni des emprunteurs, ni des prêteurs véritables ; le seul emprunteur réel est le gouvernement qui reçoit un principal et qui promet une rente ; et le seul prêteur réel est celui qui ayant accumulé un capital, achète et garde son ins-

6. Mirabeau (1787, p. 16) explique ainsi : « Il [l'agiotage] s'agit d'un mal imminent, et d'une ressource instante ; il s'agit du salut et de l'honneur du royaume... oui, DU ROYAUME. Les fureurs de l'agiotage sont telles qu'on ne saurait les considérer comme un accident particulier de la capitale ; elles font la calamité de la France entière ».

7. Archives Chambre de commerce de Lyon, Registre des Délibérations, 17 avril 1787.

> cription. Il semblerait, en conséquence, que le gouvernement devrait rester indifférent à l'agiotage, ou plutôt s'efforcer de le réprimer » (p. 172).

Selon Say, si l'agiotage est toujours toléré, c'est que le gouvernement préfère disposer d'un marché régulièrement ouvert pour pouvoir placer ses emprunts et que ceux-ci soient facilement négociés.

2.2.3 La « spéculation réelle » et la « spéculation à vide » des saint-simoniens

Il est légitime de se demander à ce stade de l'analyse si la position des économistes classique, présentée ci-dessus à partir de l'apport de Jean-Baptiste Say, est représentative de l'état de l'opinion dans la société française au début du XIXe siècle ? Nous le pensons effectivement, car, d'une part, les ouvrages publiés entendant « défendre l'agiotage » en insistant sur le rôle bénéfique de la spéculation, ne paraissent que dans la seconde moitié du siècle [8]. D'autre part, nous retrouvons une critique assez similaire chez les penseurs saint-simoniens. Nous la présentons brièvement ci-dessous.

De nombreux articles et commentaires portant sur le rôle de la Bourse et la dénonciation de l'agiotage ont paru dans *Le Producteur*, hebdomadaire fondé par Prosper Enfantin et par Olinde Rodrigues en juin 1825, soit moins d'un mois après la mort de Saint-Simon, et dans lequel « les principaux points de la doctrine [saint-simonienne] seraient sommairement exposés sous la forme scientifique ». Dans un article de 1825, Enfantin (1825) développe une idée proche de celle de Jean-Baptiste Say, en des termes toutefois différents. Fidèle à la doctrine de Saint-Simon, il commence par souligner le rôle du crédit et des établissements bancaires dans l'accumulation du capital, indispensable à l'industrialisation et au progrès social. Dans cette perspective, Enfantin défend la « spéculation réelle », dont les « heureux effets » sont de lisser les mouvements de prix, notamment industriels, dans le temps et d'agir en faveur de l'équilibre économique. En revanche, il se révèle extrêmement critique envers la « spéculation à vide » :

> « Quant au jeu, à l'agiotage proprement dit, c'est-à-dire quant à la spéculation à vide, c'est tout autre chose. On veut sans argent et sans crédit obtenir les bénéfices que le spéculateur réel retire en engageant son argent ou son crédit ; ou bien, cédant aux mêmes séductions, un spéculateur réel veut outrepasser la mesure de ses capitaux ou de son crédit ; en un mot on veut gagner sans produire, et gagner vite, en aventurant ce que l'on n'a pas » (p. 332).

Pour Enfantin, il faut empêcher par tous les moyens possibles le développement du jeu afin de ne pas tuer « l'esprit de travail », qui, seul permet à l'industrie de grandir. Nous verrons dans la partie 2.4 que l'argumentaire de la Chambre de commerce de Lyon pour repousser l'instauration d'un parquet à la Bourse de Lyon est proche de celui développé ici.

8. L'un des premiers ouvrages est l'œuvre d'A. Courtois et s'intitule d'ailleurs *Défense de l'agiotage* (Courtois 1864), tandis que la plus belle défense est sans doute celle de Leroy-Beaulieu (1897).

2.3 L'enfance des bourses régionales, 1801–1840

2.3.1 L'héritage révolutionnaire et le rétablissement des bourses et des offices d'agents de change

La Révolution française libéralise le commerce et supprime les offices. Ceux d'agents de change disparaissent suite à l'application de l'article 2 de la loi du 17 mars 1791. L'activité de courtier et donc d'agent de change devient libre et est désormais ouverte à tout négociant muni d'une patente.

L'expérience libérale est pourtant de courte durée. Désirant lutter contre l'agiotage et pouvoir surveiller l'évolution des cours boursiers, notamment de la rente française et de l'action de la Banque de France, considérées comme un baromètre de la confiance dans le gouvernement, Napoléon Bonaparte, Premier Consul, décide de réglementer la profession d'agent de change (Gontard 2000, p. 23–26). La loi du 28 ventôse an IX (19 mars 1801) rétablit en effet les bourses de commerce et confie au gouvernement la nomination des agents de change et courtiers de commerce, dont le nombre est désormais limité par un *numerus clausus* (article 6). Les agents de change ne peuvent effectuer des transactions pour leur propre compte, sont responsables sur leur fortune personnelle des opérations qu'ils traitent et sont, en outre, tenus de verser une garantie au Trésor sous la forme d'un cautionnement (article 9). Comme exprimé dans les motifs de la loi, il est en effet nécessaire que « ces intermédiaires, qui sont les agents de change et courtiers, offrent, par leur moralité, leurs connaissances, et même par l'engagement d'une partie de leurs propriétés, une garantie à l'administration publique comme à l'intérêt particulier ».

Une Bourse de commerce est, à nouveau, établie à Lyon par l'arrêté du 12 prairial an IX (1er juin 1801). Elle se situe alors au palais Saint-Pierre et est animée par cinquante agents de change-courtiers, nommés par le gouvernement. Il s'agit en somme de l'acte de naissance de la CAC de Lyon. Une spécificité du cas lyonnais est que les opérateurs exercent cumulativement les fonctions de change et de courtage de marchandises (article 3), alors que les différentes fonctions de change et de courtage sont séparées dans les autres places, dès le rétablissement des Bourses de commerce. L'article 4 de ce même arrêté fixe à 20 000 francs le montant du cautionnement que doivent verser les agents de change-courtiers au Trésor (article 4). Il s'agit de la garantie la plus élevée exigée à un agent de change de province, signe que l'on anticipe une plus grande activité à Lyon.

Des Bourses de commerce sont également établies à Bordeaux et Marseille, respectivement par les arrêtés du 7 messidor an IX (26 juin 1801) et du 13 messidor an IX (2 juillet 1801), conformément aux dispositions de la loi du 28 ventôse an IX. À Bordeaux, les agents de change, au nombre de vingt, strictement séparés des soixante-dix autres courtiers, sont nommés par l'arrêté du 26 fructidor an IX (13 septembre 1801) et doivent verser un cautionnement de 12 000 francs. À Marseille, ils sont également vingt, contre cinquante courtiers en marchandises, et leur cautionnement s'élève à 15 000 francs.

Rapidement, des premières réglementations voient le jour, localement, pour encadrer les négociations qui ne portent alors, en province, que sur des lettres de change et des effets de

commerce. Par exemple, la délibération du Tribunal de commerce du 11 thermidor an IX (31 juillet 1801) fixe un tarif de courtages pour la place lyonnaise et l'ordonnance de police du 26 thermidor an IX (14 août 1801) définit les premières règles pour la tenue de la séance de bourse : elle a lieu tous les jours non fériés, de 13h à 15h, pour toutes les opérations de commerce. Toutefois, au cours de ces années, les règles mises en place ne sont pas toujours appliquées et les habitudes longues à se modifier. À propos des horaires de bourse, Genevet (1890, p. 131) note que « la corporation en prolongeait la durée au gré des intérêts de ses membres ». De même, alors que l'arrêté du 12 prairial an IX (1er juin 1801) crée cinquante charges d'agents-courtiers, la Compagnie lyonnaise fait confectionner un large tableau indiquant le nom de quarante agents seulement, *numerus clausus* en vigueur à Lyon avant la Révolution (Genevet 1890, p. 129–131). Enfin, l'esprit corporatiste n'est à cette époque pas développé. Il faut en effet attendre le 2 mars 1809 pour que, pour la première fois, le règlement lyonnais mentionne l'existence d'une caisse commune alimentée par les droits d'entrée payés par chaque nouvel agent et éventuellement complétée par des versements annuels.

La nomination officielle des agents de change de province a lieu quelques années après leur institution. Par exemple, à Lyon, les trente premiers agents de change sont nommés par les arrêté du 1er floréal an XI (2 septembre 1803) et du 30 floréal an XI (16 septembre 1803). Une nouvelle fois, il n'est pas fait complètement table rase du passé. En effet, au cours du processus de nomination des agents, le gouvernement donne « la préférence aux anciens titulaires des offices supprimés » (Dard 1838, p. 321).

2.3.2 La difficile émancipation des agents de change vis-à-vis des autres courtiers

Le rétablissement des bourses et des offices ne marquent toutefois pas le retour à une situation pérenne pour les agents de change de province. À l'instar de leurs confrères parisiens, ils souffrent, en effet, du « marronnage », c'est-à-dire de la concurrence illégale d'autres courtiers, non nommés officiellement, sur leurs activités propres. Les « courtiers marrons », comme ils sont désignés, exercent la même activité que les agents de change, mais ne sont pas soumis à un tarif de courtages particulier et n'ont pas à déposer de cautionnement auprès du Trésor. Ils peuvent ainsi pratiquer des tarifs inférieurs aux agents de change, mais offrent des garanties moindres. Régulièrement, à Lyon, ces derniers s'adressent au ministre de la Justice dans le but de faire cesser ces pratiques et menacent même de ne plus effectuer les versements pour le cautionnement [9]. Les réponses reçues déçoivent les agents de change : elles sont évasives et tout au plus non contraignantes. Par exemple, dans une lettre du 14 fructidor an XI (31 août 1803), le commissaire général de police de Lyon se contente de leur indiquer que c'est à eux de dénoncer les pratiques de ces courtiers clandestins. Dans une délibération du 6ème jour complémentaire de l'an XI (23 septembre 1803), la Compagnie des agents de change-courtiers identifie pas moins de 18 courtiers marrons pour les opérations de banque et 24 pour les opérations sur la soie, mais

9. La première pièce citée par Genevet (1890) est une lettre adressée au ministre de la Justice et datée de thermidor an XI (juillet 1803).

cette dénonciation ne semble pas être suivie d'effet. Premier pas timide, le 3 frimaire an XII (23 novembre 1803), le commissaire général de police procède à l'expulsion d'un courtier marron qui opérait directement au sein du palais Saint-Pierre et lui en interdit dorénavant l'accès : les agents de change sont concurrencés jusque dans leur antre [10] ! Quelques années plus tard, le 27 mars 1810, 14 courtiers sont reconnus coupables de marronnage et condamnés par le Tribunal correctionnel de Lyon à une amende de 2000 francs. Cette peine, jugée dérisoire par la CAC de Lyon face aux gains générés par l'activité de courtage clandestin et du non-paiement du cautionnement, n'éteint pas les complaintes lyonnaises. Dans une lettre du 12 mai 1810 adressée au ministre de la Justice, le Syndic de la Compagnie lyonnaise dénonce en effet la concurrence déloyale des courtiers marrons qui pratiquent toujours des tarifs avantageux par rapport aux agents de change. Dans cette même lettre, il tente d'accroître la pression sur le pouvoir exécutif, en suggérant que les courtiers officiels sont parfois tentés de faire affaire avec ces courtiers clandestins, ce qui est susceptible de ruiner la confiance dont sont supposés jouir les officiers ministériels. Devant l'absence de support gouvernemental, la Compagnie adopte finalement une solution « interne » pour limiter le marronnage : le maire de Lyon nomme, en effet, le 21 novembre 1822, un commissaire de police dédié à la surveillance de la bourse et à la répression du marronnage.

À Bordeaux et à Marseille, les agents de change, font face au même type de difficultés, mais dans des proportions encore plus importantes. La loi y crée, en effet, une situation où le monopole des agents de change peut être contourné en toute légalité. Sur ces deux places, il est permis « aux négociants, banquiers, marchands et autres qui sont dans l'usage d'aller à la Bourse, de négocier entre eux les lettres de change, billets au porteur et billets à ordre, sans l'entremise des agents de change » [11]. Contrairement à ce que l'on constate à Lyon, les agents marseillais ne sollicitent guère les pouvoirs publics pour interdire le marronnage. Certes, leurs plaintes auraient peu de chances d'aboutir étant donné l'article de loi cité ci-dessus, mais surtout, selon Gontard (1985, p. 18), cela s'explique en partie par le fait que les officiers ministériels pratiquaient des opérations irrégulières : « pour soutenir la concurrence des clandestins, ils [les agents de change] prenaient des responsabilités dans les transactions, tenaient une caisse ; bien plus, ils n'hésitaient pas à prêter leur concours à leurs confrères en leur signant des comptes de retour ».

Qu'il soit peu réprimé comme à Lyon, ou simplement autorisé, comme à Bordeaux et Marseille, le marronnage retarde la formation des agents de change comme un groupe autonome. D'une part, les agents déjà installés ne souhaitent plus effectuer les versements de leur cautionnement, car pourquoi verseraient-ils des montants de plusieurs milliers de francs pour pouvoir entreprendre une activité que de simples négociants soumis à la patente exercent ? D'autre part, la concurrence des courtiers marrons aboutit à une crise des vocations pour la fonction d'agent

10. L'article 1er de l'arrêté du 27 prairial an X (16 juin 1802) dispose que « les Bourses de commerce seront ouvertes à tous les citoyens, et même aux étrangers ». Ainsi, seuls les femmes, les mineurs, les faillis et les condamnés pour fraude sont interdits d'accès à la bourse.

11. Article 9 de l'ordonnance de police du 5 fructidor an IX (23 août 1801) règlementant la Bourse de Bordeaux (cité par Blondel (1997, p. 245)). L'article 8 du règlement de police de la Bourse de Marseille du 13 vendémiaire an X (5 octobre 1801) en est très proche : il est « permis à tous les marchands, négociants et banquiers de négocier entre eux les lettres de change, billets au porteur ou à ordre, sans l'entremise des agents de change » (cité par Gontard (1985, p. 16)).

de change : durant de longues années, de nombreux offices sont vacants. Par exemple, à Marseille, seules 13 candidatures sont reçues pour les vingt offices prévus par l'arrêté du 13 messidor an IX (2 juillet 1801), alors que l'on estime à quarante-cinq le nombre de courtiers exerçant alors dans la ville (Gontard 1985, p. 15). Dès la promulgation du règlement de police (voir note 11), cinq candidats à un office d'agent de change retirent leurs candidatures pour redevenir de simples courtiers munis d'une patente. Les autres candidats décident de ne plus effectuer les versements de leur cautionnement. Rappelés à l'ordre par le préfet qui exige, avec l'arrêté du 22 germinal an XI (12 avril 1803), un versement d'ici le 30 floréal (20 mai 1803), cinq agents décident de ne pas effectuer les versements et sont donc considérés comme démissionnaires : seuls deux agents de change sont finalement officiellement nommés à Marseille !

La loi du 28 avril 1816, complétée par l'ordonnance du 3 juillet suivant, présente une avancée majeure pour les agents de change. En effet, selon l'article 91 de cette loi, ces derniers peuvent désormais présenter des successeurs. Il s'agit, certes, d'une concession accordée en contrepartie de l'augmentation des cautionnements décidée suite à Waterloo et au traité de Paris du 20 novembre 1815 fixant les indemnités à régler par la France (Gontard 2000, p. 142). Mais, dès lors, devenir agent de change ne relève plus d'une décision individuelle et fait désormais partie intégrante de véritables stratégies familiales. Le droit de propriété de la charge est ainsi reconnu à l'agent de change : elle constitue dès lors un patrimoine que l'agent peut transmettre à ses descendants. Pourtant, la loi de 1816 est loin de régler le problème des charges vacantes au sein des bourses régionales. Seul le développement des affaires sur la rente françaises dans les années 1830 et sur les valeurs mobilières dans les années 1840 pousse de nouveaux candidats vers la profession d'agent de change.

À Lyon, uniquement, la formation du corps des agents de change passe également par l'émancipation des agents de change vis-à-vis des autres courtiers, officiellement nommés, en particulier ceux spécialisés dans le commerce de la soie. En effet, l'arrêté du 12 prairial an IX (1er juin 1801), établissant une Bourse de commerce à Lyon, dispose dans son article 3 que « les fonctions d'agent de change et de courtiers seront cumulativement exercées par les mêmes individus », alors qu'à Bordeaux et Marseille, la profession d'agent de change est séparée de celle de courtier en marchandises. Si l'arrêté consulaire du 1er floréal an XI (20 avril 1803) prévoit finalement une division entre les agents de change, les courtiers pour la soie et les courtiers pour les autres marchandises et un *numerus clausus* pour chaque fonction avec respectivement trente agents de change, vingt courtiers pour la soie et dix autres courtiers, la frontière entre le groupe des agents de change et celui des courtiers pour la soie demeure discutée [12]. Ainsi, les deux groupes s'organisent, dans un premier temps, à partir du 14 frimaire an XI (4 décembre 1803), en un syndicat commun. Jugeant que les agents de change exercent un pouvoir trop élevé au sein du syndicat commun et « que les opérations des agents de change et celles des courtiers pour la soie ne peuvent être régies de la même manière » [13], les courtiers en soie décident, en 1812, de rompre avec les agents de change et de former leur propre organisation. Toutefois, pendant de

12. On constate le chevauchement des activités financières et de la soie chez certains banquiers lyonnais d'alors, comme Guérin (voir par exemple l'histoire de la famille par Chassagne (2012)).

13. Délibération des courtiers pour la soie, 4 juillet 1812, reproduit dans Genevet (1890, p. 144).

longues années, les agents de change et les courtiers en soie ont alternativement tenté, au gré de la conjoncture, soit de revenir au cumul des fonctions, soit de modifier le *numerus clausus* de chaque profession. Par exemple, avec la fin du Blocus continental, le courtage en soie devient relativement plus rémunérateur que les activités de banque et de change, pour lesquelles Lyon perd sa position privilégiée [14]. Le ministre de l'Intérieur repousse, toutefois, en 1821, la demande des agents de change d'être de nouveau réunis aux courtiers pour la soie. En 1824, c'est au tour de la Chambre de commerce de refuser la proposition des agents de change de réduire le nombre de leurs charges et d'augmenter d'un nombre équivalent le nombre de courtiers en soie, n'y voyant « aucun motif d'intérêt public » et estimant qu'il ne lui « appartient pas de discuter les intérêts privés des deux corps » [15]. En 1830, la situation est inversée : les courtiers en soie, devant le développement des opérations sur la rente française, activité dévolue aux agents de change, se mettent à les négocier, ce qui leur vaut une réprimande de la part des agents de change de Lyon. Le dernier volet de cette histoire croisée a lieu en 1842. Alors fortement concurrencés par les comptoirs d'escompte [16], les agents de change voient leur activité première, à savoir la négociation du papier commercial, leur échapper. Dans un mémoire adressé au ministre de l'Agriculture et du Commerce, les agents de change écrivent : « ce comptoir [le comptoir d'escompte de Saint-Etienne], si rapproché de la ville de Lyon par la rapidité des communications, a anéanti les affaires de banque qui se traitent sur cette place ; il s'y négociait, pour les besoins du commerce de marchandises, des sommes importantes de papier sur Paris, et cette négociation était la principale branche des affaires des agents de change » (Compagnie des Agents de Change de Lyon 1842, p. 8). Les agents de change demandent alors que dix d'entre eux puissent devenir courtiers pour la soie, quitte à indemniser les courtiers actuels, contre le rachat de certaines de leurs charges, ainsi que l'établissement d'une chambre d'assurances maritimes dont l'activité serait dévolue aux agents de change restants [17]. Dans une réponse cinglante, les courtiers pour la soie dénoncent la prétention des agents de change de vouloir définir l'intérêt public et fournissent à la Chambre de commerce de Lyon une « longue liste de noms qui rappellent les maisons les plus honorables de notre ville » de commerçants opposés aux modifications demandées par la CAC (Courtiers pour la soie de la ville de Lyon 1842). La Chambre de commerce décide de trancher en faveur des courtiers pour la soie et de maintenir le *statu quo* [18]. Peu de temps après ce dernier épisode, la CAC obtient l'autorisation d'ériger un parquet, ce qui les dirige vers les opérations sur valeurs mobilières et les éloigne définitivement des courtiers pour la soie.

14. Avec le Blocus continental, la soie voit ses débouchés se réduire, ce qui, ajouté à la mauvaise récolte des cocons et au « manque de numéraire » aboutit à la crise de 1811 (Labasse 1957). À l'inverse, l'accroissement du commerce hors soie, du fait de la position privilégiée de Lyon, fut accompagné par des mouvements de capitaux qui favorisèrent l'activité des agents de change (Genevet 1890, p. 179).

15. Extraits de la lettre de la Chambre de commerce adressée au Syndic de la CAC de Lyon, 10 janvier 1824, reproduits dans Genevet (1890, p. 182).

16. Selon H. Bonin, le nombre de banques pratiquant l'escompte passe de 6 en 1827 à 21 au milieu des années 1840 (Bonin 1991).

17. La CAC lyonnaise prend ici pour modèle les Bourses de Bordeaux et Marseille où il existe des courtiers d'assurances, le plus souvent regroupés avec les courtiers interprètes et conducteurs de navires.

18. En particulier, on insiste sur le préjudice que subiraient les courtiers avec un tel changement. Ce préjudice est d'ailleurs admis par les agents de change puisque ceux-ci sont disposé à indemniser les courtiers (Archives de la Chambre de commerce de Lyon, Registre des Délibérations, 4 août 1842).

2.3.3 Le développement heurté des affaires boursières dans les années 1830

Alors que l'activité des agents de change se borne essentiellement dans les premières années du XIXe siècle à la négociation des lettres de change et des effets de commerce, les bourses de province voient leur activité sur valeurs mobilières se développer dans les années 1830, notamment autour des rentes française et espagnole. La dette publique joue ainsi un rôle majeur dans l'émergence des marchés régionaux de valeurs mobilières, comme auparavant pour les premières bourses (Dickson 1967, Baskin 1988). Dès 1819, la loi du 14 avril, autorise, certes, la négociation en province des inscriptions départementales des fonds de l'État et les agents de change de province à intervenir dans le transfert de ces inscriptions, une prérogative jusqu'alors des seuls agents de change de la Bourse de Paris, mais les négociations demeurent peu nombreuses [19] (Dubois 1900*b*). Dans les années 1830, la situation s'inverse, notamment suite à l'emprunt en rentes 5% de 1831 et à la promulgation de deux ordonnances facilitant la diffusion des rentes sur l'ensemble du territoire. Ainsi, les agents de change lyonnais placent auprès de leurs clients pour plus d'un million de francs à l'emprunt national de 1831. Depuis lors, « quelques agents de change, rêvant aux bruits de hausse et de baisse que les courriers apportaient de la Bourse de Paris, prêtaient la main à des spéculations à terme tout à fait insolites sous le cloître du palais Saint-Pierre » (Genevet 1890, p. 189). L'ordonnance du 29 avril 1831 autorise, en outre, sous certaines conditions, la conversion au porteur des rentes françaises, possibilité étendue à toutes les rentes inscriptibles au Grand Livre par l'ordonnance du 16 septembre 1834. Selon Blondel (1997, p. 262), à Bordeaux également, « c'est la rente qui est le moteur du marché boursier et notamment parce qu'elle seule autorise un marché à terme et donc une véritable spéculation ». Les rentes françaises y sont cotées officiellement depuis 1829. La Bourse de Marseille connaît également et pour les mêmes raisons un développement de son activité. D'ailleurs, à partir de 1834, le nombre de candidats à la profession d'agent de change dépasse le nombre d'offices disponibles : plus aucune charge n'est vacante à Marseille, situation inédite depuis le rétablissement des offices dans cette ville. L'année suivante, il est même décidé d'augmenter le nombre d'agents de change et de le porter à dix (ordonnance du 3 mars 1835). En somme, selon About (1861, p. 40–41), cette diffusion des rentes *via* les bourses régionales constitue une véritable « révolution » :

> « Lorsqu'un particulier de Marseille, de Bordeaux ou de Lyon voulait vendre ou acheter de la rente, il s'adressait au receveur général qui faisait faire l'opération à Paris par le ministère d'un agent. Mais depuis que les parquets de province fonctionnent régulièrement, la rente se vend et s'achète à Marseille sans faire le voyage de Paris les négociants de Bordeaux ou de Lyon spéculent sur la hausse et la baisse par l'entremise de leurs agents, sans rien dire au receveur général. Cette révolution dans les habitudes de la province est plus importante et plus utile qu'on ne le suppose au premier coup d'œil. Lorsque toutes les affaires aboutissent au même marché, la concurrence de tous les ordres de vente qui s'abattent simultanément sur une seule place, en temps de crise politique ou financière, contribue à la dépréciation du crédit,

19. Toute déclaration de transfert doit comporter outre la signature du propriétaire, celle d'un agent de change ou d'un notaire certifiant l'authenticité de la pièce (Buchère 1892, p. 600).

> et précipite la baisse. Quand les marchés de province sont là pour amortir le choc, la baisse se sent moins parce qu'elle se répartit ».

L'essor des affaires sur valeurs mobilières en dehors de Paris se reflète dans la composition des fortunes. Bien qu'il ne soit pas possible de mener une analyse précise devant l'ampleur des sources à mobiliser, les études portant sur les inventaires après décès mettent en évidence l'importance croissante des placements mobiliers dans les successions au cours de la période 1820-1840 (Daumard 1973, Léon 1974, Caty & Richard 1980). Daumard (1973, p. 163) note ainsi : « encore que les emprunts publics et les actions ne soient pas une invention du XIXe siècle, les placements en valeurs boursières peuvent être considérés comme de type moderne, en raison de leur diffusion nouvelle, tant au niveau de l'offre qu'à celui de l'achat ».

Devant le développement des affaires à terme sur valeurs mobilières et les risques qu'elles comportent, les CAC tentent d'adapter leur fonctionnement et de davantage formaliser leur organisation. Tout d'abord, pour assurer une grande transparence sur les cours faits, la CAC de Lyon décide, à partir de 1832, d'envoyer une cote officielle certifiant les transactions du jour, aux quotidiens lyonnais. De plus, malgré l'interdiction légale, ces opérations sur rente se déroulent le plus souvent à terme, ce qui augmente le risque que supportent les agents de change. Ainsi, en 1832, un investisseur défaillant laisse chez douze agents de change lyonnais un passif total dépassant 70 000 francs, montant considérable à l'échelle de l'histoire de la CAC de Lyon [20] (Genevet 1890, p. 191). La même année, la CAC de Lyon ouvre des registres pour consigner les décisions prises au cours des réunions. Ces réunions témoignent des tentatives de la Compagnie pour, d'une part, encadrer ces nouvelles affaires et, d'autre part, sanctionner les entorses aux règlements commises par les agents. Entre 1832 et 1850, la Chambre syndicale se réunit ainsi à plusieurs reprises en conseil de censure [21] et sanctionne douze délits commis par des agents de change : comptes de retour signés en blanc [22], affaires effectuées en dehors des horaires de bourse [23], abandon de courtage au profit d'un client [24], opérations en compte propre [25], insultes proférées à l'encontre de confrères [26], etc. À Lyon, un règlement interne existe depuis 1809 et sert de modèle aux CAC de Bordeaux et Marseille pour la rédaction de leur propre règlement respectivement en 1835 [27] et 1837. Ces règlements contribuent à la formation de la corporation des agents de change, d'autant plus que, désormais, les Chambres syndicales veillent à leur stricte

20. Ce montant peut, *a priori*, sembler dérisoire, en comparaison avec les défaillances des années suivantes. Par exemple, Cayez (1977, p. 286) cite la faillite de Coste, agent de change, en 1840 dont le passif s'élève à plus de 3 millions de francs en 1840. Il s'agit cependant de l'une des premières défaillances impliquant, à Lyon, une perte de plusieurs dizaines de milliers de francs.

21. Le conseil de censure est composé des membres de la Chambre syndicale – Syndic et Adjoints –, ainsi que de quatre agents de change les plus âgés convoqués pour l'occasion.

22. Archives Départementales du Rhône (ADR), CAC Lyon, Procès-verbal Chambre syndicale (PV CS), 21 février et 13 avril 1833. Le compte de retour « accompagne la *retraite*, c'est-à-dire la lettre de change qui est tirée par le porteur d'une lettre de change protestée, pour se rembourser, sur le tireur ou l'un des endosseurs, du principal de cette dernière, de ses frais et du nouveau change qu'il paie » (de Villargues 1841, p. 39).

23. ADR, CAC Lyon, PV CS, 5 juin 1833.

24. ADR, CAC Lyon, PV CS, 22 juillet 1836.

25. ADR, CAC Lyon, PV CS, 28 février 1844.

26. ADR, CAC Lyon, PV CS, 21 décembre 1844.

27. Le premier règlement établi en 1831 par la CAC de Bordeaux n'est pas homologué par le ministère de l'Intérieur du fait d'articles contrevenant à la loi.

application. En effet, après leur promulgation, ils doivent être acceptés dans leur intégralité par tout nouvel agent, ce qui renforce, de fait, la cohésion du groupe et évite toute dissension. Ces règlements sont complétés par des décisions prises par les Chambres syndicales afin de faire face à toute situation nouvelle. Par exemple, on décide à Lyon en 1834 de liquider les opérations à terme sur la rente espagnole tous les quinze jours et non plus mensuellement, afin de limiter les risques supportés par les agents de change [28].

Outre le renforcement de la réglementation, le développement des opérations sur rentes entraîne une modification des horaires de bourse et une séparation des activités des agents de change. En 1834, la Chambre syndicale de Lyon adopte les horaires suivants [29] : entre 15h et 16h, ont lieu les négociations sur la rente dans le cabinet des agents de change. Cette séance de bourse est fermée au public et il est interdit de négocier la rente en dehors de celle-ci. Ensuite, les agents de change effectuent les transactions sur les lettres de change et autres effets de commerce entre 16h45 à 17h. À l'issue de cette séance, la CAC arrête la cote officielle et la diffuse aussitôt. En juillet 1834, il est décidé de ne faire débuter la séance sur les rentes qu'avec l'arrivée du courrier de Paris afin de ne pas favoriser les détenteurs d'une information privilégiée. Genevet (1890, p. 236) nous fournit une description de la journée type d'un agent de change lyonnais à cette époque :

> « Aussitôt après l'arrivée du courrier de Paris, les agents de change se réuniront dans le cabinet pour y traiter entre-eux et à haute voix les fonds publics ; la réunion durera une demi-heure ; au sortir du cabinet, chaque agent pourra traiter dans la Bourse les affaires en rentes ou autres ; à 3 heures, rentrée dans le cabinet pour y continuer les affaires ; défense de traiter les fonds publics, avant l'arrivée du courrier et après 5 heures du soir ».

Avec cette nouvelle organisation des séances de bourse, les agents de change préparent, à Lyon, du moins, l'instauration d'un parquet. Désormais, les négociations ne sont plus menées en bilatéral mais « à voix haute » entre tous les agents de change. Seules manquent la présence de public et la diffusion de la publicité qui va avec : c'est le prochain combat des CAC de province.

2.4 La lutte pour le parquet : les CAC de province contre les Chambres de commerce

2.4.1 L'opposition des Chambres de commerce à l'instauration de parquets

Les premières demandes d'instauration de parquet par les agents de change de province, sous forme d'argumentations étayées, sont concomitantes et datent du début de la décennie 1830 [30]. En 1830, la CAC de Lyon envoie deux de ses membres à Paris pour rencontrer le ministre des Finances et lui exposer sa demande, sans que celui-ci ne daigne recevoir les agents de change

28. ADR, CAC Lyon, PV CS, 2 août 1834.
29. ADR, CAC Lyon, PV CS, 10 mars 1834.
30. La toute première demande d'instauration d'un parquet semble toutefois être l'œuvre des agents bordelais en 1822 (Genevet 1890, p. 208).

lyonnais, dont l'activité est alors placée sous la tutelle du ministère du Commerce et des Travaux Publics. Le 2 juillet 1833, la CAC de Bordeaux adresse un mémoire au maire de sa ville et insiste sur la nécessité d'établir un parquet dans la lutte contre le marronnage et le développement sur la place d'un marché non officiel, à l'instar de ce que l'on constate à Paris. En effet, selon elle, en établissant un espace séparé où seuls les agents de change pourraient effectuer des transactions, le public aurait la possibilité de les distinguer des autres courtiers : le parquet agirait ainsi comme un élément de contrôle social. En outre, selon ce mémoire, l'instauration d'un parquet permettrait le développement de la place financière, qui serait alors mieux à même de financer l'industrie locale. Enfin, elle contribuerait à une meilleure diffusion de la rente française au sein des portefeuilles des notables locaux et renforcerait le crédit de l'État. Le mémoire adressé en septembre 1833 par la CAC de Lyon au ministre du Commerce et des Travaux publics [31] présente des arguments similaires, même s'il insiste davantage sur le manque de transparence résultant de l'absence d'un parquet :

> « De cet état irrégulier des choses [l'absence de parquet], de cette absence de la publicité légale et d'un cours officiel, il arriva que des surprises coupables furent exercées par certains spéculateurs au préjudice de quelques autres ; que des cours factices et mensongers furent publiés à l'aide de fausses nouvelles ; que par des voies extraordinaires et occultes, on parvint à connaître les cours cotés à Paris avant l'arrivée du *Moniteur*[32] à Lyon ; que les agens de change eux-mêmes, dont le ministère est obligé, furent assaillis d'ordres au dehors et dans l'enceinte de la bourse, à toute heure, de telle sorte qu'à leur insu et contre leur volonté, ils furent réduits à la cruelle alternative, ou de servir d'instrumens aveugles à la fraude, ou d'être les victimes de la confusion et de la précipitation résultant d'un semblable chaos ».

Dans la demande qu'ils adressent de 1834 à la Chambre de commerce, les agents de change de Marseille usent d'un argument similaire à celui de leurs confrères bordelais et mettent en avant le fait de pouvoir disposer d'une salle à eux seuls afin que le public puisse plus facilement les distinguer des courtiers clandestins.

Les arguments en faveur de l'établissement de parquet de négociation en province ne sont pas exclusivement l'apanage des CAC. Par exemple, dès les années 1820, un certain Gimet fils aîné, présenté comme un « propriétaire domicilié à Bordeaux », rédige deux courtes brochures appelant à organiser la publicité autour des négociations des agents de change de province. Outre certains arguments déjà cités par les agents de change, il explique, dans la première, que les valeurs locales cotées à Bordeaux verraient leur liquidité augmenter sous l'effet de l'instauration d'un parquet. De même, un développement du secteur bancaire local devrait suivre celui de la bourse, grâce notamment aux avances très utilisées en bourse et fournies par les banques (Gimet fils aîné 1820). Dans la seconde, il insiste sur les services que pourrait rendre l'établissement d'un parquet en province à la Bourse de Paris. En accoutumant le public de province à la négociation

31. Les termes de ce mémoire sont longuement discutés au cours de réunions de la Chambre syndicale (ADR, CAC Lyon, PV CS, 1er et 23 avril, 18, 22, 27 et 30 mai 1833).

32. *Le Moniteur Universel* donne quotidiennement le cours des changes, ainsi que des principaux effets publics, de Paris.

des rentes et autres effets publics, il génèrerait davantage d'activité sur la place et donc par ricochet également à la Bourse de Paris (Gimet fils aîné 1821).

Les demandes d'établissement d'un parquet [33] sont systématiquement traitées par la Chambre de commerce dont la bourse dépend, qu'elles lui soient directement adressées ou non. En effet, suite à l'ordonnance royale du 16 juin 1832, l'administration de la bourse est placée sous la tutelle de la Chambre de commerce locale. À Bordeaux, Lyon et Marseille, les arguments avancés par la Chambre de commerce pour repousser la demande des agents de change sont similaires et peuvent être synthétiser en trois points principaux. Tout d'abord, les Chambres de commerce avancent, à juste titre, qu'il n'y a aucune raison pour que l'instauration d'un parquet ne supprime le courtage clandestin, la place parisienne en étant un exemple parfait. Bien que les transactions à la Bourse de Paris s'effectuent au parquet, les courtiers marrons prospèrent et forment le groupe informel et disparate des coulissiers. Deuxièmement, elles estiment qu'une telle innovation pour les bourses régionales contribuerait à diffuser encore davantage le « jeu », c'est-à-dire les transactions à terme et en particulier les opérations à découvert, pratiques moralement condamnables, sur les places régionales. Enfin, les Chambres de commerce craignent les effets d'éviction induits par l'établissement d'un parquet, dont l'impact sur l'activité commerciale locale serait désastreux. Les opérations de bourse ne sont pas considérées comme productives et retirent des fonds précieux pour les activités qui le sont réellement, comme le commerce et l'industrie. En somme, selon elles, « favoriser la bourse, c'est détourner les capitaux de leur véritable industrie », pour reprendre la formulation de Genevet (1890, p. 191). Sur ces deux derniers points – condamnation des opérations à découvert et crainte de l'effet d'éviction –, l'argumentation des Chambres de commerce est proche de celle des économistes classiques et des saint-simoniens que nous avons présentée dans la section 2.2.

Faire le lien entre des réflexions théoriques d'un côté et les pratiques d'une époque de l'autre est un exercice particulièrement délicat. Toutefois, la présence au sein de la Chambre de commerce de Lyon de nombreux marchands de soie et de saint-simoniens notoires, ainsi que la proximité dans les termes utilisés, suggèrent l'existence d'une filiation entre l'argumentation développée par Enfantin notamment à partir de 1825 et celle de la Chambre de commerce. Commissaire en soie, Arlès-Dufour constitue certainement le cas le plus emblématique. Il fait son entrée à la Chambre de commerce en 1832. Il est décrit comme le « seul vrai saint-simonien de son temps » (Canton-Debat 2000, p. 10), doctrine qu'il embrasse après le séjour d'Enfantin chez lui au cours de l'hiver 1828-1829 (Cayez & Chassagne 2006, Notice François-Barthélemy Arlès-Dufour, p. 37-44). Il reste tout au long de sa vie proche d'Enfantin – celui-ci sera témoin de mariage de la fille d'Arlès-Dufour –, et ne cesse d'échanger avec lui sur les principaux sujets économiques, comme la liberté commerciale, le développement industriel ou encore le travail productif. Cette hypothèse nécessiterait davantage d'investigations pour être confirmée, mais il semblerait qu'Arlès-Dufour, ainsi que ses confrères de la Chambre de commerce aient été influencés par Enfantin et les saint-simoniens également en matière financière. Il s'agit en tout

33. Nous n'avons traité ici que les demandes initiales des différentes CAC, mais durant cette dizaine d'années, elles ne cessent d'intervenir auprès des Chambre de commerce ou directement de leur ministère de tutelle, en usant des mêmes arguments.

cas d'une conjecture plausible pour comprendre les obstacles mis en place par la Chambre de commerce de Lyon à l'instauration d'un parquet dans la Bourse.

2.4.2 La mise en place des premiers parquets de négociation en province, 1845–1847

Les CAC de province ne s'arrêtent à leur premier échec et ne cessent au cours de la décennie suivante de multiplier les actions que ce soit auprès de la Chambre de commerce ou bien directement auprès de leur ministère de tutelle, avec un succès plus que limité. Un tournant se produit en 1844 : la CAC de Lyon rédige un nouveau mémoire à destination de la Chambre de commerce de la ville, mais joint, cette fois-ci, une pétition de négociants et autres capitalistes de la ville, favorables à l'instauration d'un parquet pour les négociations des valeurs mobilières [34]. Au lieu de repousser immédiatement la demande de la CAC, la Chambre de commerce prend le temps de la réflexion et se renseigne auprès des agents de change sur leurs pratiques et leur demande de fournir leur tarif de courtages ainsi que leur règlement interne. Dès lors, plus rien ne semble s'opposer à la demande de la CAC de Lyon. On peut d'ailleurs lire dans *Le Courrier de Lyon* du 31 mars 1844 : « il paraît certain que notre Chambre de commerce a admis, dans sa dernière réunion, le principe de la criée de la cote publique des rentes et actions industrielles du Parquet de la Bourse de Lyon, ainsi que cela se pratique au Parquet de Paris ». De fait, dans la séance du 17 août 1844, la Chambre de commerce rend un avis favorable à l'établissement d'un parquet et transmet la demande pour homologation au préfet. Outre la pétition signée par les principaux banquiers de la place, la Chambre de commerce fonde son acceptation sur deux arguments majeurs. Tout d'abord, elle reconnaît l'essor récent des sociétés par actions et considère que tout doit être mis en œuvre pour faciliter la transmission de ces titres, tout en l'entourant de garanties. Ensuite, elle constate que son refus de voir un parquet de négociations se créer à Lyon n'a pas empêché le développement des opérations à terme et à découvert : « comme il ne peut y avoir d'autre résultat que de régulariser les transactions par des prix sincères et des cotes certaines, nous croyons qu'il y a lieu de l'admettre [le parquet] » [35]. Bien que donnant un avis favorable, la Chambre de commerce recommande fortement à la Compagnie lyonnaise de réduire ses courtages, pour le moment largement « exagérés » [36] et de compléter son règlement. Sans attendre la ratification du préfet et conformément à cette exigence, la CAC se dote d'un nouveau tarif de courtages et d'un règlement encadrant plus strictement les opérations à terme. Désormais, les commissions pour les opérations sur valeurs mobilières s'élèvent à 0.25%, au lieu de 0.5% selon l'usage [37]. Deuxièmement, le 25 novembre 1844, la Compagnie adopte un règle-

34. La délibération de la Chambre de commerce évoque une « recommandation de cinquante des principales maisons de banque et de commerce de cette ville » (Archives Chambre de commerce de Lyon, Registre des Délibérations, 17 août 1844).

35. Archives Chambre de commerce, Registre des Délibérations, 17 août 1844.

36. Le rapport de la Chambre de commerce ajoute « vous savez qu'en aucune ville de France il [le tarif de courtages] n'a été porté si haut » (Archives Chambre de commerce, Registre des Délibérations, 17 août 1844).

37. Les courtages sur les valeurs mobilières ne sont, avant 1844, réglementés par aucun texte à la Bourse de Lyon. En effet, comme le souligne le rapport adressé par la Chambre de commerce au préfet du Rhône le 17 août 1844, « le tarif proposé par le Tribunal de commerce de Lyon, le 11 thermidor an IX [30 juillet 1801], n'a rien stipulé à l'égard des valeurs ou actions industrielles et des effets publics : à cette époque, il n'existait pas d'actions

ment plus strict pour le déroulement des opérations à terme. À partir du 1er décembre, trois sessions de bourse se succèdent à Lyon. Tout d'abord, entre 16h30 et 17h, les agents de change se réunissent pour échanger les actions de chemins de fer, au comptant mais surtout à terme, à voix haute, mais sans public, d'où sa désignation sous le nom de « parquet non public » (article 1). À 17h débute la « bourse », session durant laquelle les agents de change effectuent leurs affaires ordinaires, c'est-à-dire les opérations sur rente et effets de commerce, en présence du public. Enfin, à 17h30, les agents de change se regroupent dans leur cabinet, à huit-clos, pour effectuer des transactions, surtout au comptant, sur les valeurs industrielles hors chemins de fer, et arrêter la cote officielle (article 2). L'article 3 de ce règlement précise que les échéances pour les opérations à terme ne peuvent dépasser deux mois. Enfin, l'article 7 de ce règlement instaure une contribution au fonds commun basée sur le montant des négociations : les agents de change sont tenus de verser 50 centimes par 25 actions négociées [38]. Moins d'un mois après l'entrée en vigueur de ce règlement, devant l'ampleur pris par les opérations à terme à la fin de l'année 1844 et par « mesure de prudence », la Compagnie décide que les actions de chemins de fer, cotées au parquet non public, feront l'objet de deux liquidations mensuelles [39].

L'arrêté du préfet du Rhône en date du 17 janvier 1845 autorise la création d'un parquet à la Bourse de Lyon à partir du 20 du même mois, ce qui aboutit rapidement à la fusion des trois sessions de bourse décrites ci-dessus. L'article 1er de cet arrêté dispose en effet : « il sera établi, à la Bourse de Lyon, un lieu séparé et placé à la vue du public, dans lequel les agents de change se réuniront pour la négociation des actions ou valeurs industrielles seulement, en exécution des ordres qu'ils auront reçus, ou pourront recevoir pendant la durée de la Bourse ; l'entrée de ce lieu séparé, ou parquet, sera interdite à tout autre qu'aux agents de change ». Un parquet est donc bien installé à Lyon, et de manière paradoxale, alors que les premières négociations sur valeurs mobilières portaient dans les années 1830 sur la rente française, celle-ci est dans un premier temps exclue des transactions au parquet, où seules des négociations de valeurs industrielles ont lieu. Il faut attendre mars 1848 pour que les agents de change lyonnais négocient la rente française au parquet (Genevet 1890, p. 285). Sur le modèle des usages de la Bourse de Paris, la Chambre syndicale de la Bourse de Lyon décide de mettre en place une liquidation centrale pour les opérations à terme, afin de limiter les mouvements de titres et d'espèces, à compter du 15 mai 1845 [40]. Elle exige dès lors le versement d'un cautionnement d'un montant de 50 000 francs de chaque agent afin de limiter le risque de contrepartie.

Les Bourses de Bordeaux et Marseille obtiennent dans la foulée l'autorisation d'établir un parquet respectivement à partir du 3 novembre 1846 et du 3 mai 1847. L'approbation de la Chambre de commerce de Lyon, ainsi que le développement des opérations sur valeurs mobilières

et valeurs industrielles sur la place de Lyon ; il n'est donc pas étonnant que l'on ne s'en soit pas préoccupé. Ce tarif n'a pas, non plus, réglé le droit de courtage sur les effets publics, parce que ces valeurs n'étaient pas répandues sur la place de Lyon [...] Le droit perçu par les agents de change sur les négociations, résultant d'un usage et non d'un tarif légal, est de demi pour cent, payé par l'acheteur et autant par le vendeur ».

38. Il s'agit ici de l'acte de naissance des « marchés », contribution de chaque agent de change à la caisse commune, que nous utiliserons plus en détails dans les chapitres 5 et 6.

39. Le PV précise : « les affaires faites en liquidation de fin prochain deviennent trop nombreuses pour un terme aussi éloigné » (ADR, CAC Lyon, PV CS, 28 décembre 1844).

40. ADR, CAC Lyon, PV CS, 15 mai 1845.

à Bordeaux et Marseille, ont sans doute joué un rôle déterminant dans ces deux créations. En effet, les Chambres de commerce de Bordeaux et de Marseille ne se montrent plus radicalement opposées au principe du parquet. La première souligne même les gains attendus d'une plus grande transparence et la possibilité de créer à Bordeaux de sociétés dotées d'un capital élevé, notamment pour l'exploitation des chemins de fer du sud-ouest [41] (Blondel 1997, p. 267). Dans les deux cas, comme à Lyon, la Chambre de commerce exige avant toute chose la promulgation d'un règlement encadrant directement les opérations menées à terme et notamment les échéances disponibles. À Bordeaux, il est ainsi immédiatement décidé que les opérations à terme peuvent se dérouler à une échéance d'un mois maximum. En outre, contrairement aux usages de la Bourse de Lyon, les négociations de prime sont interdites (Blondel 1997, p. 267–268). En outre, un autre point commun avec l'établissement du parquet à la Bourse de Lyon est le renforcement du fonds commun des CAC de Bordeaux et de Marseille afin de davantage couvrir les risques que supportent les agents de change face à la généralisation des opérations à terme. Le 23 juin 1846, la CAC de Bordeaux décide que tout nouvel agent entrant dans la Compagnie devra verser un cautionnement de 25 000 francs. La CAC de Marseille prend la même disposition le 29 janvier 1847. L'esprit corporatiste au sein des CAC de province est donc clairement renforcé à l'occasion de l'instauration de parquets, puisque désormais, les opérations de chaque agent a un impact direct sur le service de liquidation centrale et donc sur la Compagnie dans son ensemble.

2.4.3 Les conséquences de l'instauration de parquets pour les bourses régionales

Il est impossible à partir des données et des informations dont nous disposons d'évaluer l'impact de l'instauration des parquets sur la qualité et la diffusion de l'information boursière générée par les bourses régionales, ainsi que sur leur transparence. En revanche, cette innovation majeure semble avoir eu deux conséquences principales pour les bourses régionales. D'une part, elles ont désormais la possibilité de coter officiellement certaines valeurs, comme les actions des compagnies de chemins de fer. Il en résulte un fort accroissement de la taille de ces marchés (table 2.1). Le nombre de valeurs cotées à Lyon s'accroît de 17% entre 1844 et 1845, alors que, dans le même temps, la capitalisation boursière augmente de près de 200% ! À Bordeaux, le nombre de valeurs fait plus que doubler entre 1845 et 1846, tandis que la capitalisation boursière explose littéralement sous l'effet de l'admission en bourse des principales valeurs cotées à la Bourse de Paris. L'effet de l'instauration d'un parquet semble être moins marqué à Marseille, où l'étendue de la cote demeure la même et la capitalisation ne connaît qu'une augmentation modeste. Toutefois, une incertitude demeure : nous n'avons pu retrouvé qu'une cote officielle reproduite dans un quotidien local, *Le Sémaphore*. Il est donc possible que celle-ci soit incomplète. À titre de comparaison, Dupont-Ferrier (1925, p. 163) estime que les valeurs cotées à Paris en 1851 représentent un capital d'environ 11 milliards de francs. Les bourses de Bordeaux, Lyon et Marseille apparaissent comme, au moins, dix fois plus petites que le marché officiel parisien.

41. En particulier, la concession du chemin de fer d'Orléans à Bordeaux date du 26 juillet 1846 et les lignes Bordeaux-Bayonne et Bordeaux-Sète sont mises en exploitation respectivement à partir du 20 mars 1855 et 31 décembre 1856 (de Birieux 1857, p. 660 & 680).

L'extension des cotes officielles régionales ne constitue pas un simple artifice de façade. Les valeurs admises en bourse suite à l'instauration des parquets figurent parmi les plus liquides des bourses régionales. Ainsi, les titres de la compagnie du chemin de fer d'Avignon à Marseille et de la compagnie de chemin de fer Paris-Orléans sont échangées quasi quotidiennement à la Bourse de Lyon dans les mois qui suivent l'instauration du parquet [42]. Il en est de même à la Bourse de Bordeaux avec les actions des compagnies de chemin de fer de Bordeaux à la Teste, du Nord et Paris à Lyon [43].

TABLE 2.1 – Aperçu des cotes officielles de Bordeaux, Lyon et Marseille autour de l'instauration des parquets, 1844–1848

	Avant l'instauration d'un parquet		Après l'instauration d'un parquet	
	Nombre de valeurs	Capitalisation boursière	Nombre de valeurs	Capitalisation boursière
Lyon	69	188	81	560
Bordeaux	36	36	81	1172
Marseille	10	592	10	727
Pour comparaison, Bourse de Paris :				
	Nombre de valeurs	Capitalisation boursière		
1840	33	639		
1850	49	956		

Sources : Calculs de l'auteur à partir de : *Bourse de Lyon. Cours des valeurs industrielles*, 23 décembre 1844 et 22 décembre 1845 ; *Cours authentique des Actions, des Obligations et autres Valeurs Publiques qui se négocient à la Bourse de Bordeaux*, 28 novembre 1845 et 31 décembre 1846 ; *Le Sémaphore*, 18 décembre 1846 et 30 décembre 1847 (pour la Bourse de Marseille). Pour la Bourse de Paris : Arbulu (1998).
Notes : La capitalisation boursière est en millions de francs courants. Pour les marchés régionaux, le nombre de valeurs et la capitalisation boursière sont calculés sur l'ensemble des valeurs cotées : actions et obligations, hors rente française. Cela explique pourquoi ces chiffres sont supérieurs à ceux fournis dans le chapitre 3. L'année de référence – celle de l'instauration du parquet – n'est pas la même pour les bourses régionales : 1845 pour Lyon, 1846 pour Bordeaux et 1847 pour Marseille. Pour la Bourse de Paris, le nombre de valeurs et la capitalisation boursière ne concernent que les actions cotées. La capitalisation boursière est calculée à partir de cours moyens, obtenus à partir de la moyenne entre le cours le plus bas et le plus haut de l'année.

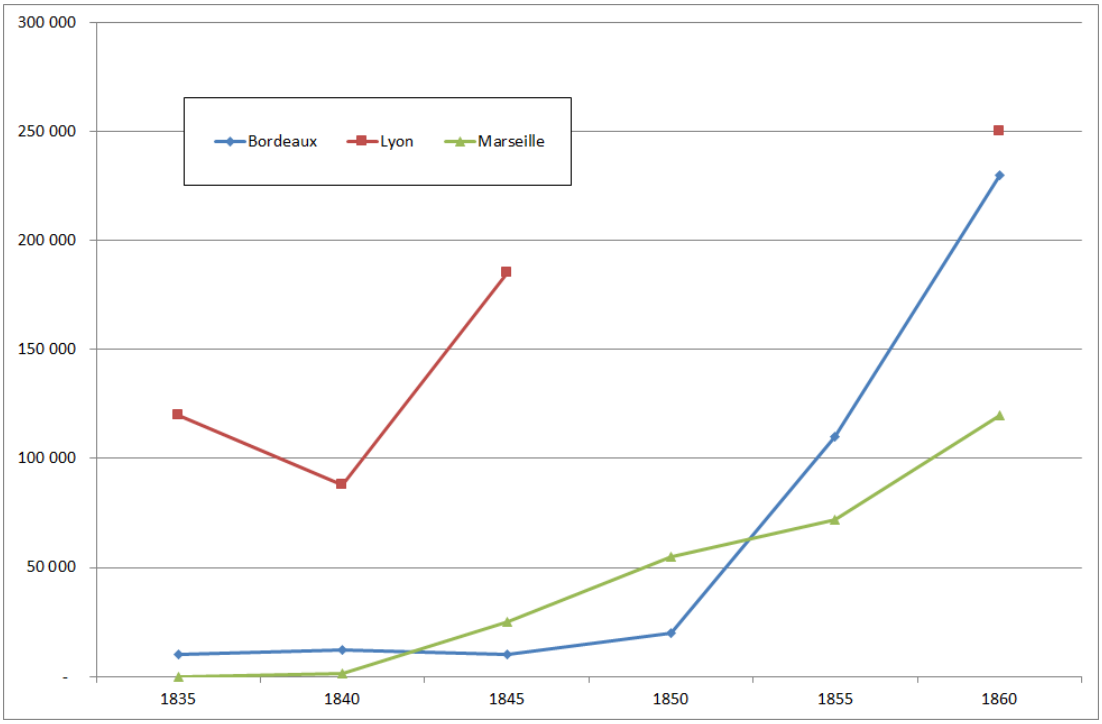
D'autre part, l'instauration de parquets a un effet significatif sur la valeur des offices (figure 2.1). En effet, le prix des offices fait plus que doubler à Bordeaux et à Marseille entre 1845 et 1850. Certes, la valeur des offices pour ces deux places demeurent relativement modestes avant le milieu des années 1840, mais cette hausse annonce celle des années 1850 et du début des années 1860. À Lyon, un office s'établit à 185 000 francs en 1845, contre 88 000 francs en 1840. L'instauration du parquet semble donc venir couronner une période de développement de la bourse. Il est une nouvelle fois possible de dresser une comparaison avec Paris. Selon Dupont-Ferrier (1925, p. 166), en effet, la valeur d'un office à Paris diminue suite à la révolution de 1848 de 900 000 à 400 000 francs, soit, malgré tout, un montant au moins deux fois supérieur au prix constatés à Lyon.

2.4.4 Les industries locales ont-elles souffert d'un effet d'éviction ?

À notre connaissance, il n'existe aucune étude exhaustive des conditions de financement de l'industrie soyeuse à Lyon autour de la décennie 1840. Il ne nous est donc pas possible

42. Nous fondons ce raisonnement sur les cotes boursières publiées par *Le Censeur*, quotidien lyonnais.
43. La source est ici le *Cours authentique de la Bourse de Bordeaux* publié par la CAC de Bordeaux.

FIGURE 2.1 – Valeur des offices d'agents de change de province, 1835–1860



Sources : Blondel (1997) pour Bordeaux ; Genevet (1890) pour Lyon ; Gontard (1985) pour Marseille.
Notes : Les montants exprimés sont en francs courants.

d'évaluer précisément l'existence d'un effet d'éviction et les conséquences pour cette industrie de l'instauration d'un parquet à la Bourse de Lyon. En particulier, a-t-elle détourné « les capitaux de leur véritable industrie » ? Les données disponibles sur la production textile à Lyon suggèrent que la croissance n'a pas cessé au cours des années 1840. En effet, il ressort des chiffres disponibles que la production textile lyonnaise a systématiquement cru plus rapidement que le PIB national entre 1816 et 1849. Tout au plus, on peut constater un fléchissement de la croissance de l'industrie textile à Lyon entre 1846 et 1849 : l'accroissement annuel moyen est de 2,4%, contre 4,7% entre 1841 et 1845. Toutefois, dans le même temps, le PIB français diminue à hauteur de 2 ou 5% par an selon les estimations dont nous disposons, ce qui nous incite à relativiser la moins bonne performance de l'industrie soyeuse lyonnaise (table 2.2).

Autre signe que la Fabrique lyonnaise n'a, semble-t-il, pas souffert de l'instauration d'un parquet : ses exportations sont passés de 60 millions en 1832 à 454 millions de francs en 1860 (Angleraud & Pellissier 2003, p. 18). De même, elle ne semble pas connaître de changement majeur dans son organisation : « tout au long du XIXe siècle, la soierie lyonnaise conserve encore presque intacte son organisation traditionnelle héritée du capitalisme commercial : ses très nombreux chefs d'atelier travaillent pour et sont contrôlés par des fabricants, achetant leur matière première aux marchands de soie. Il n'y eut pas, avant 1880, de changement sérieux, dans cette structure, dont la souplesse facilitait la recherche constante de nouveaux produits et de nouveaux marchés » (Angleraud & Pellissier 2003, p. 18). Enfin, Chassagne (2012), qui a étudié en détails l'abondante correspondance de la maison Guérin, marchand de soie et banquier,

TABLE 2.2 – Aperçu de la croissance annuelle du secteur textile à Lyon, 1816–1849 (en %)

	Production textile à Lyon	Produit intérieur brut I	Produit intérieur brut II
1816-1820	4,2	0,2	nd
1821-1825	7,9	2,5	-1,8
1826-1830	3,9	2,7	-0,1
1831-1835	3,1	2,4	3,0
1836-1840	3,3	2,0	2,6
1841-1845	4,7	-0,1	2,3
1846-1849	2,4	-1,9	-5,1

Sources et notes : Les données concernant le taux de croissance annuel moyen de la production textile à Lyon sont fournies par Cayez (1978, p. 145). La qualité des données de PIB disponibles pour cette période est fortement discutée et remise en question (Toutain 1996). Nous utilisons ici les deux séries les plus citées dans la littérature, à savoir : PIB I, série issue de Toutain (1987) ; PIB II, construite par Lévy-Leboyer & Bourguignon (1985, p. 318–319). Pour cette dernière série, les données ne sont disponibles qu'à partir de 1820.

n'évoque aucun élément allant dans le sens de l'existence d'un effet d'éviction. Cependant, le monde lyonnais de la soie étant extrêmement hiérarchisé (Boisson 1955), il n'est pas exclu que l'instauration du parquet ait eu des conséquences différenciées n'ayant touché qu'un groupe restreint d'industriels soyeux.

2.5 Les premières années des parquets dans les bourses régionales

2.5.1 Des parquets à peine établis, aussitôt contestés

Immédiatement après leurs victoires sur les Chambres de commerce, les parquets régionaux doivent faire face à de nombreuses contestations, dont les auteurs vont même jusqu'à réclamer la fermeture pure et simple de la bourse.

Ainsi, dès 1845, débute une campagne de presse, notamment dans le *Journal de la Guillotière* et *La Tribune Lyonnaise*, pour réclamer la fermeture du parquet lyonnais. Les arguments sont, peu ou prou, les mêmes que ceux avancés initialement par la Chambre de commerce, et les économistes classiques et saint-simoniens avant elle, pour repousser l'instauration du parquet. Tout d'abord, les échanges sur valeurs mobilières seraient improductifs et, plus grave, enlèveraient des capitaux des activités productives : « on n'a pas calculé quelle perte il résultait pour l'humanité entière de cette masse énorme de fonds enlevés aux vacances des travaux utiles et occupés pendant tant d'années d'un jeu stérile et corrupteur » [44]. En outre, le développement de ces affaires créerait une inégalité au sein de la population car il ne profiterait qu'à une poignée d'initiés capables de manipuler le marché à leur guise : « il en est des actions comme des rentes sur l'État ; les barons de la finance font la hausse quand ils veulent vendre, la baisse quand ils veulent acheter, et les jocrisses accourent de tous côtés pour avoir part à la distribution des coupons d'actions » [45]. Enfin, la bourse, comme temple des opérations à terme, ne constituerait

44. *Journal de la Guillotière*, 16 octobre 1845.

45. *La Tribune Lyonnaise*, 9 novembre 1845. Un autre exemple figure dans le *Journal de la Guillotière* du 19 octobre 1845 : « bien avant que les chemins de fer ne soient livrés à la circulation, les banquiers et agioteurs,

qu'un jeu au même titre que la loterie : « d'une main, on abolit les loteries et les maisons de jeu ; de l'autre, on donne aux jeux de bourse un aliment immense, en livrant aux compagnies le réseau des chemins de fer ! L'opinion publique empêche le jeu des croupiers du trente-et-quarante ; elle fait le jeu des croupiers de la Bourse » [46]. Dans les années 1840, la Chambre syndicale de Lyon se réunit le plus souvent sous la forme d'un conseil de censure pour infliger des amendes ou des sanctions, comme l'exclusion temporaire de la bourse, aux agents de change agissant à l'encontre des règlements. Ces agissements ou condamnations sont parfois relayés dans la presse locale, qui y voit la confirmation du bien-fondé de sa condamnation du marché financier, et contribuent à la mauvaise réputation de la Bourse de Lyon.

La contestation des parquets régionaux prend une allure plus grave au cours de l'année 1848, dans un contexte de double crise au niveau national [47] : politique, avec la Révolution de février, et économique et financière, avec notamment l'éclatement d'une bulle sur les valeurs de chemins de fer (Gille 1959). Un agent de change lyonnais, Adjoint au Syndic, est destitué, sanction la plus grave, pour avoir notamment effectué des transactions pour son propre compte, pratique interdite aux agents de change. La presse lyonnaise s'en fait l'écho et annonce « d'autre poursuites, une véritable razzia d'agens de change » [48]. De manière concomitante, se déclenche au sein du Conseil municipal de Lyon, une vive remise en cause du parquet lyonnais et de la vénalité des offices d'agents de change. Lors de la séance du 20 janvier 1848, M. Dervieu, conseiller municipal, demande la parole et formule un « vœu relatif à la suppression du parquet près la Bourse de Lyon ». L'affaire est considérée comme trop importante pour être examinée dans l'immédiat : la discussion est repoussée. Dans la séance du Conseil municipal du 10 février 1848, M. Dervieu développe ses griefs contre le parquet de la Bourse de Lyon. Selon lui, l'instauration d'un parquet entretient, tout d'abord, le jeu et l'agiotage, ce qui est moralement condamnable et provoque un « inquiétant dégoût [...] pour le travail assidu et honorable ». En outre, le développement de la bourse se ferait au détriment des manufactures locales : « les manœuvres de l'agiotage [...] détournent les capitaux des éléments vivifiants ». De plus, l'institution boursière encourage le jeu en protégeant l'identité des acheteurs et des vendeurs. Enfin, les agents de change, en traitant des opérations de spéculation et de jeu pour le compte de leurs clients, trahiraient la fonction première de leur ministère de « servir les transactions commerciales ».

M. Descours, Adjoint au Syndic de la CAC de Lyon et également conseiller municipal, lui répond dans la même séance et insiste sur le fait que les capitaux levés en bourse ont également contribué au financement d'industries locales (chemin de fer de Lyon à Paris, bassin houiller de la Loire, compagnies lyonnaises de gaz, etc.) et que le parquet a permis de réduire les abus

concessionnaires et actionnaires auront réalisé d'énormes bénéfices, et, en dernière analyse, les petits capitaux réels et sérieux, qui se placeront et qui resteront dans ces entreprises industrielles, n'obtiendront que le médiocre rendement des placements ordinaires. C'est là un fait qui est démontré aujourd'hui par l'expérience ». Voir également le *Journal de la Guillotière* du 23 octobre 1845 et l'article « La coalition des écus » dans *La Tribune Lyonnaise* du 11 janvier 1846.

46. *Journal de la Guillotière*, 19 octobre 1845.

47. La place parisienne n'échappe pas aux critiques de l'opinion publique à l'occasion de cette crise, mais également au cours de la décennie suivante. Voir notamment les exemples cités par Plessis (1983) et Reffait (2007).

48. « Les agens de change et la justice », *La Tribune Lyonnaise*, 12 février 1848.

constatés dans l'établissement des cours avant son instauration et également les défaillances des années 1830. Enfin, à propos de la « publicité des noms », Descours insiste sur sa nécessité : aurait-on, par exemple, envie de révéler que le gouvernement est lui-même intervenu sur le cours des fonds publics cotés en bourse ? L'affaire est toutefois jugée comme suffisamment importante pour qu'une enquête soit confiée à une commission spéciale composée de neuf membres. Nous ne connaissons pas les conclusions de ladite commission [49], mais cet épisode témoigne de la forte contestation à laquelle peuvent faire face les bourses régionales au cours de cette période. Dans un esprit d'apaisement, sans doute, la Chambre syndicale de Lyon décide quelques mois plus tard de réduire les échéances autorisées pour les opérations à terme et de n'autoriser les transactions sur les valeurs industrielles que pour la prochaine liquidation, soit une échéance de quinze jours au maximum [50].

2.5.2 L'information boursière produite à Paris : un enjeu crucial pour les places régionales

Durant les premières années des parquets, il semblerait que les bourses régionales se développent dans l'ombre de la Bourse de Paris [51]. Elles sont notamment tributaires des informations émanant de cette dernière dans une période où les moyens de communication sont loin d'être très performants. Un contemporain, associé dans une charge d'agent de change, va même jusqu'à affirmer que la Bourse de Lyon n'est que la « vassale » de la Bourse de Paris, tant les cours lyonnais dépendent des informations transmises par la capitale : « l'un des grands désavantages de cette Bourse [Lyon] est d'être en quelque sorte la vassale de la Bourse de Paris, d'en recevoir les impressions et d'être soumise aux répercussions qu'elle en reçoit ; elle ne peut donc prendre aucune initiative sans s'exposer à des pertes certaines » (Méricler 1859, p. 12) [52]. La Bourse de Lyon serait de surcroît toujours en surréaction par rapport à la Bourse de Paris : « si la Bourse de Paris est en hausse, la Bourse de Lyon exagère le cours de la hausse, si les cours sont en baisse, elle baisse plus rapidement encore ; mais, de nombreux arbitrages partant de Paris ou de Lyon tendent à rapprocher les cours de ces deux Bourses » (Méricler 1859, p. 11-12). De fait, la ques-

49. Revenant plusieurs années plus tard sur cet épisode, L. Descours, désormais Syndic de la CAC, se contente de signaler : « la discussion fut interrompue et tranchée par la Révolution » (ADR, CAC Lyon, PV Assemblée générale (AG), 17 août 1861).

50. ADR, CAC Lyon, PV CS, 6 juillet 1848.

51. À Genève, le développement de la Bourse de Lyon est citée en exemple par James Fazy, Conseiller d'État, lorsque celui défend un projet de loi cherchant à supprimer le monopole de fait des agents de change genevois :« Et c'est ainsi [en supprimant le monopole] que l'on verra se conclure annuellement à Genève pour plus de 4 à 500 millions d'affaires, dont la plus grande partie se fait maintenant à l'étranger. C'est ainsi qu'il se créera chez nous des valeurs locales qui donneront à la Bourse de Genève l'importance que la Bourse de Lyon a prise vis-à-vis de celle de Paris ! » (cité dans le *Journal de Genève* du 5 décembre 1856).

52. On trouve également mention de ce phénomène dans la culture populaire. Ainsi dans le feuilleton « Les magiciennes d'aujourd'hui » publié par *Le Constitutionnel* du 3 octobre 1866, un personnage déclare : « Je joue sur le chemin de fer de Barcelone à Saragosse. Une combinaison nouvelle qui doit assurer à ce chemin une hausse vient de m'être révélée, il y a une heure à peine, depuis la fermeture de la Bourse. Demain, à l'ouverture, les quelques personnes qui savent ce secret en profiteront comme moi, demanderont à l'envi les Barcelone à Saragosse, et peut-être serai-je devancé par la hausse, sans pouvoir acheter. Mais, à la Bourse de Lyon, qui n'aura pas la primeur de cette nouvelle, j'achèterai presque au cours de la veille. Je ne veux rien confier au télégraphe électrique, qui a des oreilles, par conséquent des indiscrets, et dont la rapidité ne m'avancerait nullement. Mon pigeon messager arrivera toujours à Lyon avant l'ouverture de la Bourse ».

tion des moyens de transmission de l'information de Paris à Lyon est régulièrement discutée par les agents de change lyonnais. Ainsi, la CAC de Lyon tente de minimiser le temps de transport du courrier entre les deux villes dès la première moitié du XIXe siècle afin de minimiser les possibilités d'exploitation d'une information privée de la part des investisseurs [53]. Deux tracés sont possibles et alternativement utilisés : l'un passant par la Bourgogne, l'autre par le Bourbonnais. Ce dernier est celui en place à l'établissement du parquet en 1845. En 1846, la CAC décide de modifier le trajet du courrier, en le faisant passer par Chalon-sur-Saône. Le directeur des postes de Chalon lui promet alors que le trajet nécessitera huit heures. Mécontent des retards accumulés sur cette ligne, la CAC décide de revenir à la ligne du Bourbonnais et obtient l'autorisation du directeur général des postes, le 28 octobre 1847, de récupérer le courrier de la Compagnie directement à Roanne. L'information émanant de la capitale est particulièrement importante pour les valeurs multicotées. Ces dernières occupent dès 1845 une part importante de la cote lyonnaise et deviennent de plus en plus nombreuses tout au long du XIXe siècle. Tout d'abord, sur le modèle de la Bourse de Paris, le parquet lyonnais accueille progressivement davantage des obligations publiques internationales, telles que les dettes publiques italiennes ou ottomanes, de même que des valeurs privées. Par exemple, dès leur création, de nombreux établissements de crédit, français ou plus rarement étrangers, sont cotés simultanément à Paris et à Lyon.

À Bordeaux aussi, la vitesse de la diffusion de l'information boursière générée à la Bourse de Paris apparaît comme une question cruciale. « L'affaire des courriers rapides » de 1850 l'illustre parfaitement (Blondel 1997, p. 293–296). Au cours de l'été 1850, la Compagnie bordelaise suspecte des individus d'avoir accès à une information privilégiée et plus précisément d'opérer sur les rentes françaises 3% et 5% et les actions de la Banque de France, valeurs cotées à la fois à Paris et à Bordeaux, à partir des cours de la Bourse de Paris de la veille alors que les opérateurs financiers, et notamment les agents de change de la place, ne reçoivent les cours parisiens qu'après 48 heures. Ces individus disposent ainsi d'un avantage informationnel décisif sous la forme d'une séance de bourse d'avance. Après enquête de la Compagnie, il apparaît qu'effectivement des individus ont organisé un système de courriers rapides, grâce auquel les cours de clôture de Paris sont expédiés immédiatement après la bourse, d'abord, en train vers Tours, puis à Bordeaux par cabriolets rapides. La Compagnie décide alors d'avancer l'ouverture de la session de bourse, sans que cela ne permette de stopper ces pratiques : désormais, ce groupe d'individus informés parvient à obtenir les cours avant le début de la séance, en utilisant cette fois, le télégraphe électrique entre Paris et Tours. Le problème n'est totalement résolu qu'en 1852 avec l'installation du télégraphe électrique entre les villes de Paris et Bordeaux, qui met l'ensemble des intervenants sur un pied d'égalité en annihilant l'avantage possédé par ce groupe

53. Ces derniers font preuve d'une grande ingéniosité pour tenter de connaître les cours de la Bourse de Paris avant l'arrivée du courrier. Par exemple, le *Journal des Débats politiques et littéraires* du 19 juin 1847 rapporte le fait divers suivant : « La police a fait arrêter trois personnes de cette ville [Lyon] prévenues d'avoir établi des signaux de nuit pour les jeux de Bourse. On dit qu'au moyen de verres éclairés intérieurement et placés de distance en distance sur des hauteurs, elles faisaient apparaître la lettre B ou la lettre H pour indiquer la baisse ou la hausse survenue à la Bourse de la veille à Paris de sorte qu'on opérait en conséquence à la Bourse de Lyon quelques heures après ». On apprend dans le même journal en date du 29 juin 1847 que parmi ces trois individus figurent deux agents de change de Lyon. L'un d'eux sera condamné à la destitution (*Journal des Débats politiques et littéraires*, 17 janvier 1848).

d'individus.

2.5.3 La reconnaissance officielle et l'affirmation de l'esprit corporatiste dans les années 1860

Trois évènements participent dans les années 1860 à la reconnaissance officielle et au renforcement de l'esprit corporatiste des CAC régionales. Tout d'abord, à Lyon et Marseille, les agents de change quittent l'étroite salle qui leur était réservée respectivement au Palais Saint-Pierre et à l'Hôtel de Ville, pour prendre leurs quartiers dans des Palais de commerce. Les deux bâtiments, dont la construction a débuté au début des années 1850, sont inaugurés en 1860 par Napoléon III et ont la particularité d'accueillir en leur sein non seulement la CAC locale, mais également le Tribunal et la Chambre de commerce (Soria 1996, Boulanger 1999). Ils symbolisent alors l'avènement du « commerce prospère et considéré » pour reprendre les termes de Lemercier (2006). L. Descours, Syndic de la CAC de Lyon, s'exprime, d'ailleurs, en ces termes lors de la dernière séance d'assemblée générale tenue le 17 août 1861 : « le Progrès était à son apogée lorsque l'éminent administrateur du département et de la ville de Lyon comprit qu'il fallait créer pour la Bourse un monument en rapport avec l'importance des affaires » [54]. Les contestations de l'existence des bourses régionales semblent loin désormais. Comme le souligne Soria (1996, p. 27), à Lyon, le bâtiment revêt une fonction hautement symbolique, quant à sa position géographique : « à Lyon plus qu'ailleurs, le Palais du commerce, parce qu'il est le monument central d'une rue centrale, est bien le signe de la conquête, par la bourgeoisie d'affaires, non seulement de l'espace urbain, mais aussi d'un espace de pouvoir. La rue Impériale va assurer ainsi la jonction entre la place des Terreaux et la place Bellecour. Elle relie l'administration, installée à l'Hôtel de Ville, et l'armée dont l'État-Major est situé rue Bourbon (à proximité de la place Bellecour). Aux deux forces traditionnelles, le pouvoir politique et l'armée, s'ajoutent ainsi, sous le Second Empire, le Commerce et l'Industrie » [55].

Quelques mois plus tard, le décret du 2 juillet 1862 rattache aux attributions du ministre des Finances les agents de change opérant sur les bourses régionales dotées d'un parquet. Autrement dit, il « consacre l'existence » des agents de change de province selon les termes mêmes du Syndic de la CAC de Lyon et les placent désormais sur un pied d'égalité avec leurs confrères parisiens [56]. En effet, avant ce décret, les agents de change de province se trouvaient sous la tutelle du ministère de l'Agriculture, du Commerce et de l'Industrie. Ce passage de témoin, réclamé du reste depuis de longues années par les agents de change [57], acte définitivement l'évolution de leur métier. Les agents de change ne sont définitivement plus des négociants œuvrant sur les effets de commerce et les lettres de change, mais des intermédiaires traitant de valeurs mobilières [58].

54. ADR, CAC Lyon, PV AG, 17 août 1861.

55. Témoin de l'importance prise par la Bourse au sein de la cité lyonnaise, plusieurs satires sont publiées à cette époque. Par exemple, Saint-Olive (1861) dénonce le caractère central pris par la Bourse au sein de la cité lyonnaise.

56. ADR, CAC Lyon, PV AG, 21 décembre 1862.

57. Voir par exemple, les *Observations* adressées par la CAC de Bordeaux au ministre du Commerce (Compagnie des Agents de Change de Bordeaux 1857).

58. Dans ses mémoires, Émile Waldmann, agent de change lyonnais nommé en juillet 1859 décrit le métier de l'agent de change de la manière suivante : « Quelle existence changée depuis quatre ans ! Plus de lecture, plus

Au cours de cette période, les bourses régionales poursuivent leur développement, comme en témoigne l'appréciation de la valeur des offices. Au milieu des années 1860, à Lyon, la valeur moyenne d'un office est d'environ 240 000 francs, soit une augmentation de près de 30% par rapport aux meilleures transactions des années 1840 [59]. La plus forte hausse est à mettre à l'actif de la place bordelaise : le prix moyen d'un office y dépasse 200 000 francs au cours de la période 1856–1860, soit une multiplication par dix en l'espace d'une décennie (Blondel 1997, p. 318).

Enfin, de manière tout à fait paradoxale, une crise financière majeure joue un rôle crucial dans le renforcement de l'esprit de corps des CAC. L'histoire des places financières est, en effet, indissociable de ses crises. Les bourses régionales ne font pas exception à la règle. Si au cours des vingt premières années du parquet, les CAC de Lyon et Marseille parviennent à maîtriser les effets des défaillances de ses agents, notamment en leur avançant des fonds, la crise de l'été 1866 constitue, en revanche, un véritable tournant, dans la mesure où elle induit des réformes structurelles. Au cours de cette seule année, quatre agents de change lyonnais et deux marseillais sont contraints à la démission. Ces défaillances sont la conséquence de la crise sur la dette italienne au cours de l'été 1866 [60]. Dans un contexte international tendu, les cours de la rente italienne 5% chutent notamment au cours du mois de juin, avant de remonter brusquement début juillet après la bataille de Sadowa. Les agents de change dont les clients avaient vendu à découvert ces titres se trouvent ainsi en difficulté et ne peuvent faire face aux paiements. À Lyon, ces quatre défaillances se concluent par une dette de près de 880 830 francs [61]. À titre de comparaison, le bénéfice de la Caisse syndicale pour l'année 1865, période faste pourtant [62], s'élevait, seulement, à près de 144 000 francs. À la même époque, les réserves de cette même Caisse étaient inférieures à 15 000 francs. À Marseille, le passif laissé à la Caisse syndicale par les agents en cessation de paiements est de plus de 900 000 francs (Gontard 1982). En somme, comme le résume le Syndic de la CAC de Paris : « Le parquet de Marseille n'existait plus, pour ainsi dire : le parquet de Lyon était très violemment ébranlée ; partout du sinistre, des ruines immenses » [63]. La situation paraît plus incertaine à Bordeaux, mais il semblerait qu'aucun agent de change ne soit obligé de démissionner (Blondel 1997). Une explication possible est que les opérations à terme y sont moins pratiquées qu'à Lyon et Marseille. Le passif est si considérable que la CAC de Lyon ne peut se permettre d'appliquer la règle habituellement appliquée dans ce cas de figure.

de vie intellectuelle ; des chiffres tout le jour, des combinaisons financières et des calculs de probabilité ! Tâche aride. Et c'est moi qui ai jeté la plume pour le crayon. Mes amis s'en étonnent ; que m'importe. J'aurais avec autant de résolution, pris la pioche. Tous les instruments sont bons quand le travail est honorable et le travail est honorable quand la probité le dirige, alors même que la nécessité ne l'impose pas. Comme sur un navire le pilote a la main sur le gouvernail et l'œil sur la manœuvre ; ainsi je suis en éveil perpétuel, et mes nuits ne sont pas toujours en repos. Plus obligé qu'un autre à qui appartient le capital entier de son commerce, je suis aussi tenu à plus d'efforts » (Waldmann 1862).

59. ADR, CAC Lyon, PV AG, 1er février et 24 août 1864, 8 et 22 mai, 10 octobre et 2 décembre 1865.

60. Cette crise touche, bien évidemment, la Bourse de Paris et, étant donnée son ampleur, également certains marchés périphériques. Ainsi, plusieurs agents de change genevois sont contraints de se retirer des affaires (Bordier 1904).

61. Il s'agit uniquement de la dette des agents de change envers la Caisse syndicale.

62. Dans le discours de fin d'année 1865, le Syndic de la CAC de Lyon s'enthousiasme et affirme que « notre situation générale n'a jamais été mieux établie » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 28 décembre 1865).

63. Centre des Archives Économiques et Financière (CAEF), CAC Paris, PV AG, 16 octobre 1866.

Jusqu'à cette époque, l'usage était en effet de faire supporter les pertes par les agents de change en compte avec l'agent défaillant [64]. Il s'agit d'assurer la survie de la Compagnie et de calmer l'opinion publique. Un nouveau principe est alors adopté : il s'agit de « faire supporter par le compte de profits et pertes, les pertes qui résulteront des agents de change restés débiteurs à la caisse syndicale » [65]. L'idée est donc d'introduire dans une certaine mesure une solidarité entre les agents, tandis qu'à Paris, après des débats houleux, on rompt, temporairement, avec ce principe (Thiveaud 1991). La Chambre syndicale lyonnaise vend immédiatement ses titres de rente française et alloue tous ses fonds disponibles à la résolution de cette crise. Le financement du déficit laissé par ces quatre agents passe par l'augmentation du taux de prélèvement de la Caisse syndicale sur les transactions en bourse, en particulier sur certaines valeurs comme les titres de la dette italienne. Suite à une nouvelle déconvenue majeure en août 1868 – l'agent de change défaillant est débiteur de 218 000 francs vis-à-vis de la Caisse syndicale –, il est décidé de se doter d'un fonds de réserve [66]. L'objectif fixé est d'atteindre 1,2 million de francs. À Marseille, après avoir épuisé son fonds de réserve, la CAC décide également d'emprunter et de se substituer à ses agents débiteurs dans le règlement de leurs clients [67]. Ce principe de garantie implicite collective, bien que ne reposant sur aucun texte réglementaire et donc appliqué au cas par cas après décision de la Chambre syndicale, parachève la formation de l'esprit corporatiste des agents de change lyonnais et marseillais, débutée douloureusement au début du XIXe siècle.

2.6 Conclusion

Alors que la Bourse de Paris est refondée au début du XIXe siècle, près de quarante années sont nécessaires pour assister à la véritable naissance des premières places régionales françaises. Les Chambres de commerce, autorités de tutelle des bourses régionales, s'opposent, tout au long de la première moitié du XIXe siècle, à l'instauration de parquets. Elles avancent pour cela des arguments classiques dans la littérature économique contemporaine, assimilant les opérations à terme et à découvert à une loterie immorale qui détournerait les capitaux de l'industrie, seule activité véritablement productive. Suite à un long effort d'émancipation, tant vis-à-vis du pouvoir commerçant que représentent les Chambres de commerce que des autres courtiers attachés à la Bourse de commerce, la Bourse de Lyon est la première, en dehors de Paris, en 1845, a obtenir

64. La CAC de Lyon a pu toutefois au cours des années précédentes avancer des fonds à certains de ses agents connaissant des difficultés ponctuelles. C'est pour cela que le Syndic repousse en 1863 la proposition d'un agent de change de redistribuer l'intégralité des réserves aux agents de change. Selon le Syndic, il est « de l'intérêt de tout le corps » que la Caisse syndicale conserve ces réserves (ADR, CAC Lyon, PV AG, 30 décembre 1863.

65. ADR, CAC Lyon, PV AG, 29 décembre 1866.

66. ADR, CAC Lyon, PV AG, 28 décembre 1869.

67. La gestion de la crise de 1866 à Lyon et Marseille contraste avec la voie suivie par la CAC de Paris. Bien qu'une solidarité, limitée et volontaire, existe entre agents depuis l'instauration d'un fonds commun après la crise de 1818 (Riva & White 2011), les agents de change parisiens, réunis en Assemblée Générale refusent, dans un premier temps, la proposition de la Chambre syndicale de porter assistance à la dizaine d'entre eux éprouvant des difficultés, ce qui provoque une crise au sein de l'instance dirigeante de la Bourse de Paris. On peut lire dans le *Moniteur Universel* du 18 octobre 1866 : « La Compagnie des Agents de Change, dans la décision générale qu'elle a tenue le 16 courant, n'a pas voulu venir au secours de ceux de ses membres qui se trouvent embarrassés, de peur d'engager le principe de la solidarité des agents de change entre eux et vis-à-vis du public. La Chambre syndicale, qui lui avait proposé de voter les sommes nécessaires, a vu dans ce refus un manque de confiance envers elle et elle a, à l'unanimité, donné sa démission ».

l'autorisation d'organiser ses transactions autour d'un parquet. Cette dernière vient sanctionner le développement des affaires à terme à Lyon et traduit un changement dans l'état d'esprit dominant au sein de la Chambre de commerce de Lyon. Les Bourses de Bordeaux et Marseille suivent respectivement en 1846 et 1847, non sans devoir également lutter contre les opposants locaux au développement d'une place financière. Il est d'ailleurs possible de conjecturer ici que le retard pris dans l'émergence des bourses régionales, en comparaison avec la Bourse de Paris, résultant en partie de décisions politiques, aura une influence forte sur les dynamiques du marché financier français tout au long de la période contemporaine.

L'émergence des bourses régionales, d'abord tirée par des négociations sur la rente française surtout à partir de 1831, puis sur les valeurs industrielles une décennie plus tard, passe par un véritable processus d'institutionnalisation. Les CAC mettent en effet en place de nombreux règlements destinés à encadrer les opérations sur valeurs mobilières et se dotent progressivement de mécanismes de prévention des crises et d'outils de sauvegarde des intérêts corporatistes, lorsque celles-ci ne peuvent être évitées.

Suite à l'instauration de parquets, les bourses régionales ont désormais la capacité d'accueillir à leurs cotes les titres de la plupart des sociétés, ainsi que des émetteurs publics, ce qui participera à leur développement notamment au cours de la seconde moitié du XIXe siècle. Les chapitres 3 et 4 mettent en évidence ce développement, en étudiant d'une part le stock de sociétés cotées et d'autre part le nombre d'introductions en bourse sur chaque place financière française.

Annexe

2.A Note sur les liens entre finance et croissance

Depuis le début du XXe siècle, une vaste littérature économique s'attache à examiner les liens entre finance et croissance (voir Levine (2005) et Ang (2008) pour des revues de littérature récentes) et s'intéresse principalement à deux questions fondamentales : un système financier développé est-il une condition nécessaire à l'expansion économique ? Inversement, l'émergence du secteur financier n'est-elle pas que la conséquence de l'amélioration des conditions économiques ? Ce court texte a pour objectif de faire le point sur les apports potentiels à ce débat de notre cas historique, à savoir la création et le développement des bourses régionales en France au XIXe siècle. Si le débat finance-croissance ne constitue pas le questionnement premier de cette thèse, l'émergence de nouvelles institutions financières lui fait, malgré tout, écho. Nous pouvons notamment nous demander si l'instauration de parquets a permis aux villes et régions les accueillant de connaître une croissance plus élevée ou si elle ne vient que sanctionner un essor économique.

Présentons, tout d'abord, brièvement les principales thèses en présence. L'un des premiers économistes à avoir mis en avant le rôle positif d'un système financier développé est Schumpeter. Pour lui, le crédit, et donc les banques, jouent un rôle majeur dans l'évolution économique en fournissant à l'entrepreneur les moyens de financer l'innovation. Des premiers modèles à ceux plus récents s'inscrivant dans la littérature sur les facteurs endogènes de la croissance économique, le système financier, appréhendé tantôt par l'activité des banques, tantôt par celle des bourses, est vu comme un moyen de transférer des richesses dans le temps et de mise en commun des ressources, agissant à ce titre positivement sur l'investissement et donc la croissance économique. À l'opposé de cette littérature, certains auteurs ont insisté sur les effets déstabilisateurs des marchés boursiers et l'instabilité intrinsèque de la finance. Menant nécessairement à l'éclatement de crises affectant l'économie réelle, la finance ne peut être considérée, dans cette approche, comme créatrice de valeur.

Depuis les années 1990, la littérature sur les liens entre finance et croissance s'est, pour la grande partie, attachée à mener des tests empiriques pour trancher ce débat. Il s'agissait d'estimer la corrélation entre des variables bancaires ou boursières et le niveau de développement économique. Une contribution pionnière dans cette littérature utilisant des données boursières est l'article de Levine & Zervos (1998). Étudiant 47 pays sur la période 1976–1993, ces auteurs montrent que la liquidité offerte par un marché financier, ainsi que le volume des prêts bancaires

sont positivement corrélés avec les taux de croissance présents et futurs du PIB/habitant, l'accumulation du capital et la productivité. D'autres études empiriques ultérieures ne trouvent, en revanche, aucun lien robuste entre finance et croissance. Le consensus actuel parmi les économistes semble être celui d'une relation non linéaire entre la finance et la croissance. Autrement dit, il existe un niveau au-delà duquel cette relation devient négative : il y a alors « trop de finance » pour reprendre les termes de Arcand et al. (2015).

Appliqué à l'émergence des bourses régionales au milieu du XIXe siècle, le débat finance-croissance peut se résumer à deux interrogations principales : la région, où est installée une bourse, a-t-elle bénéficié en termes de croissance économique de l'installation d'un parquet ? Ou bien, l'émergence d'une bourse moderne vient-elle simplement couronner des années de développement économique ? Comme dans toute étude empirique, le choix et la définition de variables utilisées est d'une importance capitale. À l'heure d'examiner ces questions à la lumière de notre cas d'étude, force est de reconnaître que nous ne disposons que de peu d'éléments empiriques pour trancher le débat. D'une part, nous ne disposons pas de données précises et fiables concernant le développement économique à un niveau régional pour la première moitié du XIXe siècle. Bazot (2011) reconstruit dans sa thèse des séries de PIB départementales, mais uniquement pour quelques années à partir de 1860. Ainsi, s'il est étayé, par exemple, que le département du Rhône croît à un rythme similaire que tous les départements disposant d'une bourse à parquet entre 1860 et 1910, il est bien difficile de conclure quant au rôle exercé par le marché financier (Bazot 2011, p. 111). Les données de PIB départementales présentées par Combes et al. (2011) comportent le même défaut pour notre étude : elles ne portent que sur la deuxième moitié du XIXe siècle. Une possibilité serait alors de reconstituer des séries de PIB départementales pour les années qui nous intéressent à partir des méthodes employées par ces auteurs. Toutefois, de nombreuses approximations sont nécessaires pour y parvenir, ce qui est acceptable dans des études de longue durée sur les inégalités spatiales comme celles citées ci-dessus, mais le serait moins dans notre cas. Le recours à d'autres données de l'activité économique au sens large, portant par exemple sur l'épargne, la création des entreprises ou encore l'investissement, pourrait être envisagé, mais nous rencontrons la même difficulté que précédemment : ces données n'existent bien souvent qu'au niveau agrégé. Pour d'autres données disponibles au niveau départementales et notamment les variables boursières, nous faisons face à des problèmes conceptuels, difficilement contournables. Prenons l'exemple de la capitalisation boursière. Le ratio capitalisation boursière / PIB est, en effet, l'une des mesures du développement financier les plus utilisées dans la littérature. Or, nous avons par exemple montré en introduction de cette thèse que les montants de capitalisation boursière de chaque bourse régionale ne reflétaient que peu le développement économique local, du fait de l'importance du phénomène de la multicotation. Ainsi, même si nous disposions de données fiables concernant le développement économique, il nous faudrait réfléchir à la définition de variables propres concernant l'activité boursière régionale et la liquidité de ces marchés. Au-delà de la question des données, un autre obstacle existe et nous empêche de mener ce type d'analyse. En effet, les montants mobilisés par les seules bourses régionales de valeurs mobilières sont certes conséquents en niveau, mais finalement relativement faibles en comparaison notamment d'autres déterminants de la croissance économique. Il est donc tout à

fait possible que, même si nous disposions de telles données, nous ne puissions identifier d'effet net et isoler l'impact réel de la création des bourses régionales.

Les données présentées dans cette thèse nous permettent de nous positionner quant aux des déterminants du développement des bourses à la fin du XIXe siècle. Les bourses voient leur taille s'accroître, suivant ainsi l'activité productive. Toutefois, les études disponibles et citées ci-dessus concluent en faveur d'une convergence des niveaux de vie entre les différents départements français au cours de la Belle Époque. Autrement dit, les conditions économiques favorables au développement des marchés boursiers existent, et s'il existe des inégalités entre les différents départements français, celles-ci sont de moins en moins importantes. Or, certaines bourses se développent beaucoup plus rapidement que d'autres. Ainsi, alors que la croissance économique n'est pas significativement plus élevée dans la région lyonnaise que marseillaise à la veille de la Première Guerre mondiale, la Bourse de Lyon double de taille, si l'on considère le nombre de sociétés cotées, alors que celle de Marseille ne voit sa cote officielle s'allonger que de 10% environ (voir chapitre 3). Cela suggère l'existence de raisons propres au développement de chaque bourse, dans un régime concurrentiel, notamment liées à l'organisation de celle-ci et à la mise en place de règles spécifiques. Ce sont ces arrangements institutionnels mis en place par les bourses qui se trouvent au cœur des chapitres suivants de cette thèse.

Chapitre 3

La Bourse de Lyon et les autres. Une première évaluation de la géographie des marchés financiers français au XIXe siècle

Ce chapitre a été coécrit avec Angelo Riva (EBS Paris–PSE). Il a été publié par la *Revue d'Économie Industrielle*, 160(4), p. 35–71.

> « Envisagés individuellement et même tous ensemble, ces marchés régionaux sont si petits en comparaison du gigantesque marché parisien ; ils se rattachent à lui par des liens si étroits, qu'ils semblent au premier abord se confondre avec lui, tels des satellites noyés dans le rayonnement de l'astre qu'ils accompagnent. Mais, quand on y regarde de plus près, on s'aperçoit bien vite que les marchés régionaux ne sont pas seulement des satellites du marché parisien. Bien qu'ils collaborent activement avec lui, ils vivent cependant d'une vie propre qui mérite par elle-même de retenir l'attention et ils jouent dans notre vie économique nationale, un rôle particulier, un rôle original dont l'importance ne saurait se mesurer au chiffre relativement restreint de leurs opérations ».
>
> Brocard (1912, p. 104)

3.1 Introduction

Dans la vision des régulateurs européens, les marchés financiers sont appelés à jouer un rôle crucial dans le financement des entreprises, notamment des petites et moyennes entreprises (PME). Mises à mal par la crise, les banques ont réduit leurs bilans et les crédits. Elles ont ainsi rationné les crédits aux entreprises, et notamment aux PME, considérées plus risquées que les autres. Si la régulation bancaire « Bâle III » pourrait rendre les banques plus solides, elle

réduirait de façon permanente – du moins selon certains observateurs – les crédits bancaires à ces entreprises.

C'est pourquoi l'Union Européenne met en œuvre des actions telles que la *Capital Market Union* pour faciliter l'accès des entreprises, en particulier des PME, au marché des capitaux. Selon l'analyse dominante et retenue par l'Union Européenne, les PME, et parmi celles-ci notamment les jeunes pousses innovantes, sont aujourd'hui tenues à l'écart des marchés financiers par les asymétries d'information et les coûts indirects de cotation. D'une part, les investisseurs n'achèteraient pas les titres de ces entreprises à cause de l'absence d'un historique crédible de leurs performances et d'une communication, qui les rendrait plus risquées que les grandes sociétés. D'autre part, les PME, et *a fortiori* les plus jeunes d'entre elles, seraient particulièrement sensibles aux coûts indirects de cotation, c'est-à-dire aux coûts que les entreprises doivent supporter pour satisfaire aux obligations légales de transparence et communication. L'équilibre entre les exigences contradictoires des investisseurs (davantage d'information) et des entreprises (moins de coûts liés à la transparence) est difficile à déterminer (Revest & Sapio 2012, Lagneau-Ymonet et al. 2014*b*).

Dans le cadre de ce débat, la possibilité de rouvrir des Bourses régionales a fait son apparition au sein de l'espace public, que ce soit en Grande-Bretagne avec la proposition de Vince Cable en 2010 ou encore lors des discussions autour de la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, dite « loi Macron », de 2015 en France. Elle a été d'ailleurs expérimentée, à Lyon, entre 2013 et 2016 avec l'association Place d'Échange. L'idée procède d'une volonté de pallier les plus faibles obligations de communication d'information codifiée (*hard information*), demandées aux entreprises, en vue d'alléger les coûts indirects de cotation par la proximité géographique et sociale des investisseurs (*soft information*).

L'histoire représente un laboratoire d'exception pour étudier ces questions. Au cours du XIXe et XXe siècles, six, puis sept bourses régionales ont existé en France. Dans cet article, nous proposons pour la première fois une vision synoptique de la géographie des marchés financiers français en mesurant le nombre de sociétés cotées sur ces différents marchés entre 1871 et 1913, une période de fort développement financier (Rajan & Zingales 2003). Nous réalisons une première interprétation de ce nouveau tableau en étudiant l'organisation et la régulation des marchés financiers. L'étude se concentre sur la Bourse de Lyon, la plus importante place régionale française, et ses interactions avec les deux marchés de la capitale, la Bourse de Paris et le marché de gré à gré appelé Coulisse. La récente classification et l'ouverture des archives des Bourses de Paris et Lyon permettent de contextualiser nos données (Lagneau-Ymonet & Riva 2010*a*, Riva 2012*a*).

L'organisation et la régulation des marchés financiers affectent l'accès des entreprises, et notamment des PME, à ces derniers (Coffee Jr 1995). Selon une vaste littérature, la formation d'un marché unique serait le résultat optimal et naturel de la concurrence entre marchés financiers. Les émetteurs devraient se concentrer sur un marché unique en raison des économies d'échelle et d'envergure qui caractérisent les activités financières ainsi que des externalités positives liées notamment à la liquidité. Selon ces modèles, les émetteurs souhaitent ouvrir le capital pour diversifier le risque et ensuite bénéficier de la liquidité qui en réduit le coût : diversification et

liquidité seraient en effet maximales sur un marché unique. Pourtant les asymétries d'information et le fait que le coût monétaire d'admission n'est pas le seul critère de choix des émetteurs quant à la place de cotation freinent la centralisation (voir Madhavan 2000, Coffee Jr 2002*a*, Biais et al. 2005, Gomber et al. 2017, pour une revue de littérature).

Les marchés périphériques peuvent donc continuer à exister à cause de la perte d'information liée à la distance. Un niveau suffisant de transparence est une condition nécessaire à l'émergence d'un marché : des investisseurs, même locaux, hésiteraient à opérer sans connaître les conditions de formation des prix sur un marché opaque. Pourtant, même si les marchés périphériques étaient relativement transparents, les investisseurs distants auraient des difficultés à évaluer les actifs locaux car ils connaissent mal la qualité de la gestion des entreprises locales et les caractères des économies qui les entourent. L'observation de la qualité de la gestion est, de plus, particulièrement difficile pour les PME qui ne disposent pas des moyens pour (ou ne souhaitent pas) communiquer aux investisseurs. Même s'ils sont cotés sur la place centrale, les investisseurs refuseraient d'acheter les titres de sociétés éloignées car ils seraient conscients de leur déficit d'information vis-à-vis des investisseurs locaux (Gordon & Bovenberg 1996, Gehrig 2000). Les asymétries d'information ne sont pas constantes dans le temps : si la mise en place de nouvelles technologies de l'information peut les atténuer en facilitant la transmission entre centre et périphérie, d'autres innovations technologiques peuvent compenser cet effet car ils provoquent la création de nouvelles entreprises dans des secteurs nouveaux et difficilement évaluables par les investisseurs (White 2013).

Par ailleurs, le choix de la place de cotation est déterminé par l'entreprise et la bourse. L'admission à la cote dépend du risque idiosyncratique de la société, des préférences de ses dirigeants et des critères d'admission à la cote de la bourse. Selon les tenants de la « *bonding hypothesis* », les sociétés souhaitent se faire coter sur les bourses les plus sévères en termes d'obligations de communication pour montrer leur robustesse et attirer ainsi des investisseurs. En revanche, d'autres entreprises pourraient souhaiter limiter la communication et se faire ainsi coter sur des bourses moins sévères de telle sorte que les agents initiés puissent bénéficier d'un avantage informationnel et des profits privés liés au contrôle et/ou à la négociation. Si le premier comportement prévaut, alors le marché le plus transparent deviendra dominant ; en revanche, si le deuxième comportement l'emporte, le marché le plus opaque remportera la mise. En réalité, l'observation suggère que les entreprises matures, c'est-à-dire les grandes entreprises caractérisées par un risque modeste, sont attirées par des bourses avec des critères d'admission sévères tandis que les entreprises risquées, jeunes et/ou petites se dirigent vers des bourses avec des critères d'admission à la cote moins exigeants (Coffee Jr 2002*b*).

Les contraintes de capacité d'une bourse peuvent, en outre, jouer un rôle important dans la géographie des marchés financiers. Ces contraintes sont déterminées principalement par le nombre de *traders* admis aux négociations. Si la bourse admet un nombre de négociateurs limité, elle peut restreindre l'admission à sa cote pour se concentrer sur les titres qui génèrent les volumes les plus importants et donc les gains les plus élevés pour les négociateurs, à savoir les titres d'émetteurs les plus grands et les moins risqués. L'admission massive de sociétés amènerait, d'une part, à une prise de risque excessive et, d'autre part, à la congestion du marché (Davis

et al. 2007).

Si la théorie laisse le débat ouvert, l'histoire récente des marchés nationaux pour PME, des Nouveaux Marchés aux marchés « Alter », est plutôt décevante avec la remarquable exception de l'Alternative Investment Market géré par le *London Stock Exchange*. Ce marché, à la différence de ses homologues, tels qu'Alternext de la Bourse de Paris, prospère car il a ouvert sa cote non seulement aux PME, « innovantes » ou non, mais aussi à des grosses capitalisations qui, à Paris, figureraient dans le CAC40 (Lagneau-Ymonet et al. 2014*b*, Revest & Sapio 2014).

L'histoire des marchés régionaux demeure largement inexplorée en France, comme à l'étranger. Dans le cas français, au-delà de rares travaux récents, il n'est possible de s'appuyer que sur des ouvrages datés, qui ne se fondent pas sur des sources primaires (voir Riva 2012*a*, Ducros & Riva 2014, pour une revue de littérature). Certes, Paris a largement dominé le marché financier français, mais ces zones d'ombre négligent, d'une part, des pans importants des relations financières qui régissent le capitalisme régional (Mastin 2007) et empêchent, d'autre part, de saisir l'évolution des modalités de coopération et compétition entre les places régionales et la place financière centrale qui renseignent sur la structure d'un système financier et son fonctionnement dans le temps (Allen & Gale 2000).

Cet article ambitionne de jeter les bases de cette histoire comparée des places françaises [1]. Nous montrons que la géographie des marchés financiers demeure relativement stable entre 1871 et 1913 : si l'on se fonde sur le nombre d'entreprises domestiques cotées, le développement de Paris ne s'est pas fait au détriment des bourses régionales, où Lyon joue un rôle prépondérant. Pourtant, cette relative stabilité est le résultat d'une dynamique institutionnelle façonnée par les relations de concurrence entre places et les changements dans la régulation et l'organisation des bourses. Cette dynamique a un impact crucial sur le fonctionnement des marchés ainsi que sur les possibilités de mesure et d'interprétation de ce fonctionnement.

Le reste de l'article est organisé de la manière suivante. La section 3.2 propose une vue d'ensemble des bourses françaises envisagées comme places de cotation et introduit les défis méthodologiques posés par les sources boursières. Les sections 3.3, 3.4 et 3.5 discutent les grandes évolutions de la Bourse de Lyon, la plus importante place régionale, dans ses relations avec la place financière de Paris, respectivement pour les périodes 1840-1870, 1871-1893 et 1894-1913. La section 3.6 conclut.

3.2 La géographie des marchés financiers français

Le nombre de sociétés cotées est un indicateur de l'attractivité d'une bourse pour les entreprises. Le tableau 3.1 donne pour la première fois une vision synoptique de la distribution des sociétés françaises cotées de 1871 à 1913 sur les places régionales et celle de Paris, elle-même construite autour des relations de concurrence et coopération entre les deux marchés qui l'animent, la Bourse officielle et le marché de gré à gré appelé la Coulisse (Hautcœur & Riva

1. Nous ne considérons ici, outre les deux bourses parisiennes, le Parquet et la Coulisse, que les bourses régionales établies durablement autour d'un parquet de négociation sur la période étudiée. Ainsi, nous écartons de l'analyse la Bourse de Nice, dont le parquet, instauré en 1881, est victime du krach de 1882 et disparaît en 1887 et la Bourse de Nancy, créée après la Première Guerre mondiale.

2012). En comparaison, fin 2015, Euronext-Paris (cote officielle et Alternext) cotait 665 sociétés françaises dont 525 PME-ETI. Sur ces 525 entreprises, seulement 175 sont cotées sur Alternext, le marché consacré aux PME (Observatoire du financement des entreprises par le marché (OFEM) 2015, p. 10).

Notre dénombrement diffère de celui présenté par d'autres auteurs. Selon Bozio (2002), le nombre total de sociétés françaises cotées en 1900 et 1913 est, respectivement, de 760 et 1197, si l'on inclut, comme nous le faisons, les cotations multiples. Cet auteur dénombre les entreprises cotées à la Bourse de Paris, de Lille et en Coulisse et propose une estimation pour les autres [2]. Suivant Rajan & Zingales (2003), le nombre de sociétés domestiques cotées en France en 1913 s'élève à 555. Selon Hautcœur (1994), qui reprend les données publiées dans les actes du Congrès Mondial des Valeurs Mobilières tenu à Paris en juin 1900, le nombre de sociétés cotées sur les places de Paris (marché officiel et Coulisse), Lyon et Lille est de 643 (respectivement 310, 106, 145 et 80 sociétés). Pour Denuc (1939), 720 sociétés françaises sont cotées à Paris (marché officiel et Coulisse) en 1911. À titre de comparaison, les estimations du stock de sociétés « cotables » [3] existantes en France en 1910 varient entre 12606 (11363 sociétés anonymes et 1243 sociétés en commandite par actions) pour Hannah (2015) et 15792 sociétés anonymes selon Bozio (2002), tandis qu'en 1898 une enquête gouvernementale indique que le nombre de sociétés anonymes est de 3624 (Direction générale de l'enregistrement, des domaines et du timbre 1901).

Il peut sembler étrange que le dénombrement des sociétés cotées puisse donner lieu à une telle divergence. Pourtant, ce recensement présente des nombreux défis que seule une étude d'envergure peut relever. Il s'agit, premièrement, d'une question de sources : les cotes boursières, qui publient les données sur les titres, et les annuaires, qui informent sur les émetteurs. Si l'état des sources est satisfaisant pour les marchés parisiens, les sources régionales sont bien plus rares et moins renseignées. En particulier, les annuaires sont ponctuels et les séries des cotes souvent incomplètes et dispersées. À notre connaissance, les seules séries de cotes régionales centralisées et à peu près complètes pour la période que nous étudions sont celles rassemblées par le Service d'Études Économiques et Financières (SEEF) du Crédit Lyonnais, aujourd'hui déposées à l'Institut de hautes études internationales et du développement (IHEID) à Genève. À défaut, il faut se contenter de sources secondaires qui citent des chiffres souvent sans expliciter la méthodologie de calcul sous-jacente ou bien des journaux qui souvent se concentrent exclusivement sur les titres les plus liquides de chaque bourse.

Deuxièmement, la définition d'une entreprise domestique peut donner lieu à débat. Faut-il retenir les sociétés ayant leur siège en France, indépendamment de leur lieu d'exploitation et de leur actionnariat ? La réponse dépend du type d'étude envisagé, mais, une nouvelle fois, des informations supplémentaires sont nécessaires pour effectuer la distinction. Dans son étude

2. Pour 1900, Bozio (2002) dénombre 281 sociétés cotées pour la Bourse de Paris, 91 pour Lille, 188 pour la Coulisse ; pour 1913, respectivement, 490, 122 et 285. Il estime le stock d'entreprises cotées sur les autres places à 200 en 1900 et à 300 en 1913.

3. À la fois les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions peuvent être cotées. Les sociétés civiles représentent une portion congrue des entreprises cotées, concentrées dans le secteur des mines, et décroissante dans le temps. Les sociétés doivent être « légalement » constituées, c'est-à-dire satisfaire les critères prévus par le Code de commerce.

des émissions d'actions sur le marché officiel parisien, Hautcœur (1994) ne considère que les entreprises ayant leur siège et exploitant en France métropolitaine. La restriction concernant l'exploitation se fonde sur une lecture de la notice relative à l'activité de l'entreprise, publiée par les annuaires. Bozio (2002), quant à lui, se concentre sur les sociétés ayant leur siège en France dans le but de calculer la capitalisation boursière des entreprises nationales.

Troisièmement, le concept de société cotée lui-même pose des questions. D'abord, dans quelle mesure les entreprises dont les titres sont négociés sur le marché de gré à gré peuvent être considérées comme négociées « en bourse » ? *Quid* des entreprises dont les titres sont négociés, à la Belle Époque, sur les segments non-officiels des bourses officielles, appelés « deuxième partie de la cote » ? Encore une fois, la réponse dépend du type d'étude envisagée, mais encore une quantité importante d'information est alors nécessaire pour faire la part des choses. Par ailleurs, la question de la « multi-cotation » surgit : comment traiter les titres cotés simultanément sur plusieurs bourses ? Étant donnés leurs objectifs, Hautcœur (1994) et Bozio (2002) décident d'éliminer les multi-cotations de leur analyse, mais alors la question de la détermination de la Bourse à laquelle attribuer le titre se pose, et celle relative à la comparaison des bourses demeure ouverte [4].

Notre objectif est de proposer un premier aperçu de la géographie des marchés financiers français par une comparaison des bourses et d'appréhender l'impact de leur régulation et organisation sur les cotations, plutôt que de mener une étude macroéconomique sur le financement de l'économie ou le développement financier comme Hautcœur (1994) ou Bozio (2002). En conséquence, le tableau 3.1 vise à recenser les entreprises ayant leur siège en France, dont les titres sont négociés sur les segments officiels et non-officiels des bourses et du marché de gré à gré, en incluant les doubles cotations (si une société est cotée en même temps sur deux ou plusieurs bourses, elle apparaît pour chacune d'entre elles) afin de rendre compte du poids absolu et relatif de chaque bourse. Les données du tableau 3.1 représentent certes une avancée significative par rapport à l'état de l'art mais, si les données sur la Bourse de Paris sont très fiables, les autres sont sujettes à caution : elles sont en grande partie le résultat de travaux en cours et visent à susciter de nouvelles recherches plutôt que de prétendre constituer un résultat définitif. La méthode de relevé ainsi que les questions liées aux sources consultées sont détaillées dans l'annexe 3.A.

Selon nos calculs, le stock de sociétés cotées sur les différentes bourses est multiplié par plus de quatre entre 1871 et 1913. Si l'on ne considère que les entreprises admises aux cotes officielles, le nombre de sociétés cotées n'est multiplié « que » 2,4 fois, soit une progression similaire à celle du PIB selon les estimations de Lévy-Leboyer & Bourguignon (1985). La répartition en pourcentage entre Paris et les places de province dans leur ensemble conserve le même ordre de grandeur : le développement de Paris ne semble donc pas se faire au détriment des places

4. Différents critères sont possibles : la liquidité (le titre est attribué à la Bourse qui enregistre les volumes les plus élevés de négociations sur ce titre), l'actionnariat (le titre est attribué à la Bourse située dans la « région » – concept qui reste à définir – où se concentre l'actionnariat), ou l'ancienneté de cotation (le titre est attribué à la Bourse où il a été introduit en premier), mais encore une fois, il faut disposer des données supplémentaires pour trancher. Dans le cas de multi-cotation entre la Bourse de Paris et les autres, Hautcœur (1994) attribue systématiquement le titre à la première en supposant que celle-ci a une liquidité supérieure aux bourses régionales, en suivant en cela les pratiques de la fin du XIXe siècle. Pour trancher la cotation sur les deux bourses régionales qu'il analyse, à défaut de données précises, Hautcœur (1994) donne de façon arbitraire la priorité à Lille sur Lyon.

régionales, selon cette métrique du moins. L'année 1880 constitue une exception : la part de la place de Paris, tirée par le nombre de sociétés cotées sur le marché officiel, atteint deux tiers du total. Au cours des autres années considérées, elle gravite autour de 50% avec une tendance à la baisse entre 1890 et 1913. En ce qui concerne les places régionales, la Bourse de Lyon domine largement les autres, quelle que soit l'année considérée. En 1913, elle enregistre même une part de marché proche au niveau national de celle de la Bourse de Paris. En revanche, lorsque l'on exclut les entreprises admises à la deuxième partie de la cote, les parts de marché de la bourse lyonnaise diminuent fortement et deviennent similaires à celles de la Bourse de Lille.

Si l'on considère le marché financier français dans son ensemble, la période qui enregistre la plus forte progression est celle allant de 1890 à 1900. La possibilité d'instituer des segments non-officiels dans les bourses officielles à partir de 1892 contribue à expliquer ce phénomène, de même que la fin de la « longue stagnation » vers le milieu de la décennie. Les cotes officielles de Lille et Marseille connaissent également une progression remarquable, alors que le poids de ces segments non-officiels sur ces deux places demeure inconnu. Les données à notre disposition indiquent qu'à Lyon, la deuxième partie de la cote joue déjà un rôle significatif en 1900, alors qu'à Toulouse, elle ne change pas la donne. C'est le signe de l'importance des organisations pour le fonctionnement des marchés et notamment des usages que les acteurs en font. Seule l'histoire longue racontée par les archives peut rendre compte de ces phénomènes.

3.3 Les valeurs cotées en bourse autour de l'instauration du parquet lyonnais, 1840–1870

Notre analyse de la géographie financière française débute avec les premières instaurations de parquets de négociation en province. Un parquet est un espace de négociation délimité où les transactions sont effectuées à la criée par un nombre d'agents de change fixé par la loi pour chaque bourse, au cours d'un laps de temps défini, en présence d'un public d'investisseurs. Avant la création des parquets, les opérations étaient menées, soit de manière bilatérale par les agents de change et éventuellement en public, soit à haute voix en multilatéral mais en présence des seuls agents de change. La mise en place des parquets vise donc à accroître la transparence des transactions : il est en effet désormais possible, à tout investisseur, d'observer le processus de découverte des prix et les quantités échangées. Cette étape décisive dans le développement des bourses régionales réduit les asymétries d'information puisqu'elle rend publique et canalise une information auparavant, d'accès difficile, voire privée, et permet ainsi, par sa diffusion, d'attirer davantage d'investisseurs, et donc d'émetteurs. Les premiers parquets de négociation en province apparaissent de manière concomitante à Lyon, Bordeaux et Marseille respectivement en 1845, 1846 et 1847, ce qui permet de comparer leurs effets sur le nombre d'entreprises cotées. Nous nous concentrons dans cette section sur les Bourses de Lyon et de Bordeaux, seules places régionales pour lesquelles nous disposons d'au moins une cote officielle dans les années 1840. Nous pouvons ainsi la comparer aux cotes publiées par la presse locale pour s'assurer de la complétude de cette dernière.

TABLE 3.1 – Nombre et distribution des sociétés françaises cotées, 1871–1913

Bourse / Année (ca)	1871	1880	1890	1900	1913
(1) Paris	162	267	282	**504**	**587**
	43%	48%	42%	43%	35%
(2) Coulisse	29	103	112	118	236
	8%	19%	17%	10%	14%
(1+2) Paris, place financière	191	370	394	622	823
	50%	67%	59%	53%	49%
(3) Lyon	58	80	115	**210**	**505**
% total	15%	14%	17%	18%	30%
% province	31%	43%	42%	39%	59%
(4) Bordeaux	59	na	52	67	65
	16%	na	8%	6%	4%
(5) Lille	22	46	56	99	129
	6%	8%	8%	8%	8%
(6) Marseille	40	51	52	**98**	111
	11%	9%	8%	8%	7%
(7) Toulouse	10	9	na	**28**	na
	3%	2%	na	2%	na
(8) Nantes	na	na	na	41	43
	na	na	na	4%	3%
(3 à 8) Places régionales	189	186	275	543	853
	50%	33%	41%	47%	51%
Total bourses françaises	380	556	669	1165	1676

Sources : Pour la Bourse de Paris et Coulisse, Équipement d'Excellence Data for Financial History (Equipex DFIH), École d'Économie de Paris, Hautcoeur et Riva (2016). Pour les places régionales, Equipement d'Excellence Data for Financial History (Equipex DFIH), École d'Économie de Paris, Hautcoeur et Riva (2016), crédits : Jérémy Ducros.

Légende : « na » désigne les cas où nous n'avons pas pu retrouver de cote officielle pour la bourse considérée à la date indiquée. Par exemple, la première cote officielle disponible pour la Bourse de Nantes paraît le 15 février 1902. Les pourcentages se réfèrent au total de sociétés cotées sur les bourses françaises sauf si indiqué différemment. Les cellules en gras somment le nombre d'entreprises cotées à la cote officielle et à la deuxième partie de la cote. Les entreprises françaises admises à la deuxième partie de la cote sont 236 en 1900 et 222 en 1913 à Paris ; 34 en 1900 et 382 en 1913 à Lyon ; 6 en 1900 à Toulouse ; 14 en 1900 à Marseille. Les données se réfèrent au 31 décembre de chaque année sauf pour la Coulisse en 1871 (18/12) et 1900 (02/01/1899), la Bourse de Bordeaux en 1871 (30/12) et 1890 (30/12/1893), la Bourse de Lille en 1871 (30/12) et 1900 (29/12), la Bourse de Lyon en 1871 (30/12), 1890 (30/12), 1900 (29/12) et 1913 (27/12), la Bourse de Marseille pour 1871 (30/12), la Bourse de Marseille en 1871 (30/12), la Bourse de Toulouse en 1900 (27/12) et la Bourse de Nantes en 1900 (15/02/1902). Les tableaux 3.B.1 à 3.B.8, présentés en annexe, complètent ce panorama en fournissant une décomposition sectorielle des valeurs cotées sur ces différents marchés.

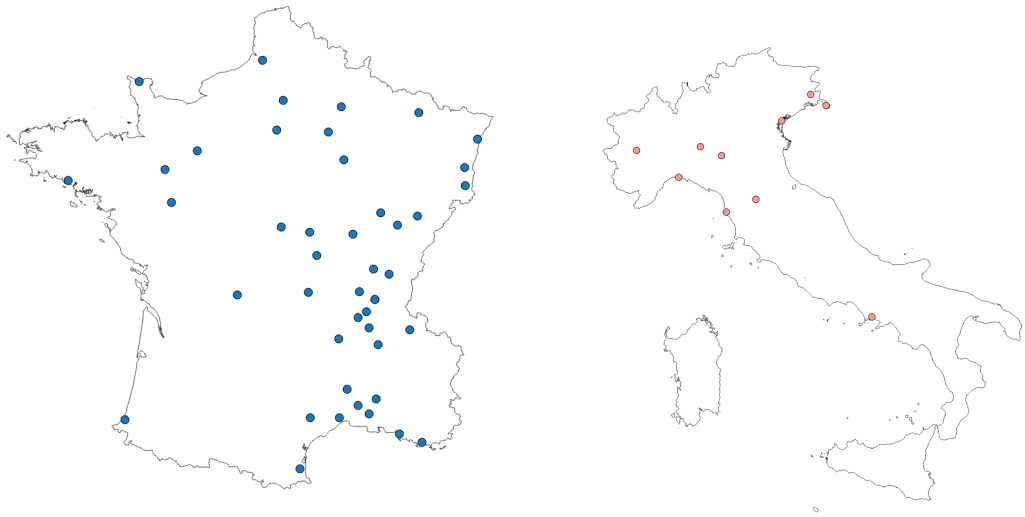
Si quelques valeurs industrielles à Lyon sont échangées dès les années 1820, notamment les actions des compagnies des ponts sur le Rhône, c'est essentiellement grâce à la rente française que se développent les transactions sur valeurs mobilières à partir des années 1830. La diffusion des rentes sur les places bordelaise et lyonnaise donne naissance à la « spéculation », expression par laquelle les contemporains désignent les opérations à terme. Désireuses d'encadrer ces pratiques risquées, les Compagnies des Agents de Change (CAC), les corporations qui réunissent les agents de change d'une place, décident de se doter de nouveau règlement régissant les transactions sur les valeurs mobilières : en 1832 à Lyon et en 1835 à Bordeaux.

L'information sur les prix de la rente cotés dans la capitale, le principal marché français de ce titre, devient cruciale pour les opérateurs locaux. L'asymétrie d'information entre Paris et les places régionales d'une part, et entre opérateurs locaux de l'autre, peut porter atteinte au développement du marché. En l'absence d'une procédure centralisée, certains opérateurs profitent d'un système de courriers extraordinaires qui leur permet de connaître les cours parisiens avant l'arrivée de la poste. Pourtant, une fois la poste arrivée en ville, la distribution du courrier crée de nouvelles asymétries : le courrier est distribué d'abord à certains opérateurs qui ont le temps de profiter de l'information en bourse. C'est pourquoi la CAC lyonnaise demande à la Chambre de commerce, sans succès, que l'administration postale lui délivre pour affichage en Bourse le courrier avec les cours de Paris avant d'entamer la distribution du courrier. En 1833, une délégation d'agents locaux rend visite aux confrères parisiens pour obtenir un envoi particulier et quotidien de la cote parisienne et discuter la possibilité de mettre en œuvre un télégraphe (Romey 2007, p. 68).

Le développement des échanges fournit aux agents de change de nouveaux débouchés. En effet, la négociation de lettres de change est alors soumise à la concurrence des établissements bancaires et des maisons d'escompte (Desgraves & Dupeux 1969, Gille 1970). Malgré les réticences initiales de certains acteurs locaux sur ces deux places, ces nouveaux intermédiaires s'affirment et les agents de change s'orientent progressivement vers les valeurs mobilières (voir chapitre 2). Face à ce développement des échanges et afin de diffuser l'information sur les transactions, une cote est publiée par les agents de change deux fois par semaine à Bordeaux dès 1823 et à Lyon dès 1832. La liquidité de la rente se reverse sur d'autres secteurs : plusieurs valeurs, dans l'immense majorité issues de l'industrie locale, sont échangées sur les marchés lyonnais et bordelais (tables 3.B.3 et 3.B.4). Caractéristique commune à ces deux marchés, les actions des compagnies des ponts, bateaux et canaux occupent une place prépondérante. Avant l'instauration des parquets, ce secteur représente respectivement 32% et 72% des sociétés cotées. En outre, respectivement quatre (Lyon) et cinq (Bordeaux) des dix plus importantes capitalisations boursières sont le fait de sociétés de ponts, bateaux et canaux (voir tables 3.B.9 et 3.B.10). Si l'on suit Cayez (1977, p. 410–414), le développement des sociétés de ponts à Lyon commence dans les années 1820, mais se concrétise surtout au cours des années 1830. Cette industrie représente le double avantage d'être à la fois rémunératrice, grâce à un système de concession et de péage, et peu risquée car peu sensible à la conjoncture économique.

Autre secteur industriel fortement représenté à Lyon dès les années 1840 et tout au long du

FIGURE 3.1 – Localisation du lieu d'exploitation des compagnies gazières lyonnaises cotées à la Bourse de Lyon en 1848



Source : *Le Salut Public*, 22 mars 1848.
Notes : Seules les compagnies du gaz de Baden et de Valence (Espagne) ne sont pas représentées sur ces cartes.

XIXe siècle : celui du gaz [5]. En 1845, il représente près de la moitié des sociétés cotées. La ville de Lyon apparaît pourtant en retard dans ce secteur au début des années 1830, puisqu'elle ne compte aucune entreprise d'éclairage par le gaz. En l'espace d'une décennie, cette activité se développe donc fortement. La constitution de la société d'éclairage par le gaz de la ville de Lyon en 1834 marque un premier pas. Suit rapidement la création en 1838 des compagnies d'éclairage par le gaz pour la Guillotière et pour Vaise. Cayez (1977, p.421) évoque une « véritable 'mania' gazière qui s'empara alors des capitalistes lyonnais ». Ces derniers lancent nombre de sociétés pour l'éclairage des villes, situées notamment dans le Sud-Est de la France, mais également à l'étranger, essentiellement en Espagne et en Italie (figure 3.1). Et lorsqu'ils ne fondent pas eux-mêmes une société, il est fréquent que l'on fasse appel à leur expertise. Finalement, il apparaît que près de 82 sociétés gazières sont créées avec l'aide des Lyonnais entre 1840 et la fin des années 1870. La Bourse de Lyon accompagne ce mouvement en facilitant les émissions et en offrant de la liquidité aux titres de ces compagnies : les émissions d'actions représentent 25,4 millions de francs au cours de la décennie 1840 et respectivement 6,2 millions, 4,2 millions et 3,3 millions de francs pendant les décennies 1850, 1860 et 1870 [6]. Le capital social des compagnies gazières cotées à Lyon est relativement modeste : en 1843, il atteint en moyenne près de 885.000 francs et un montant total de 6,2 millions de francs [7]. La valeur nominale de chaque titre est inférieure à 1000 francs, norme habituelle pour les autres secteurs, voire même à 500 francs, ce qui participe à la diffusion de ces titres.

Témoin de la proximité entre le secteur gazier et la CAC lyonnaise, des agents de change

5. Sur ce thème, voir la thèse de Giraud (1992).
6. Calculs des auteurs à partir des Annuaires boursiers de Bonzon (1891, 1893, 1895, 1899, 1901).
7. Calculs des auteurs à partir des informations publiées sur la cote reproduite dans *Le Télégraphe* du 16 août 1843.

participent directement à la création d'entreprises gazières et figurent parmi les actionnaires initiaux. La Chambre syndicale, l'organe directeur de la CAC, intervient en février 1841 afin de faire cesser ces pratiques : en tant qu'officiers ministériels chargés de l'intermédiation boursière, les agents de change ne pouvaient ainsi engager leur responsabilité financière, ni fournir une caution « officielle » à l'entreprise [8]. L'activité boursière est telle sur ces valeurs que les agents de change tiennent une petite bourse au *Café Grand*, en dehors des séances au Palais Saint-Pierre pour traiter des ordres supplémentaires (Genevet 1890, p. 262). Le développement des échanges entraîne, dans la seconde moitié de l'année 1841, une réorganisation de la cote et l'introduction en bourse de plusieurs compagnies. Enfin, la cote est désormais publiée trois fois par semaine, pour renseigner plus fréquemment les investisseurs sur la marche des affaires (Genevet 1890, p. 261–263).

Le secteur de la métallurgie et des mines est le troisième plus important en termes de valeurs cotées à Lyon en 1845. Il s'agit essentiellement de valeurs locales appartenant au bassin houiller de la Loire, au premier rang desquelles figure la Compagnie générale de la Loire. La première capitalisation boursière est, d'ailleurs, à cette époque, l'œuvre de la Compagnie des fonderies et forges de la Loire et de l'Ardèche (table 3.B.9). Alors que les cotes parisiennes, lyonnaise et bordelaise comptent approximativement le même nombre de sociétés cotées [9] et que les cotes parisiennes sont dominées au milieu du XIXe siècle par les entreprises bancaires et d'assurance, celles-ci ne représentent qu'un faible poids à Lyon et à Bordeaux.

Malgré ce développement des affaires, l'activité des agents de change demeure largement confidentielle, car confinée dans leurs cabinets particuliers, d'où le fait que des investisseurs se font parfois surprendre par des variations fortes et défavorables des prix. Afin de rendre transparent le processus de fixation des prix et d'animer davantage le marché, les agents de change de province demandent à plusieurs reprises l'autorisation d'ériger un parquet, à l'image de la Bourse de Paris. Les Chambres de commerce, et donc par ricochet le pouvoir exécutif, craignent que l'instauration d'un parquet ne vienne développer le « jeu » sur les titres, c'est-à-dire les transactions à terme. À Lyon, la Chambre de commerce redoute, par ailleurs, que le parquet ne détourne les « capitaux de leur véritable destination » (Genevet 1890, p. 191), à savoir l'escompte d'effets commerciaux, instrument de financement notamment de l'industrie soyeuse, alors dominante en ville. Après de longues luttes, le développement des transactions sur les valeurs mobilières l'emporte sur les oppositions : Lyon et Bordeaux obtiennent finalement la possibilité d'ériger un parquet au sein de la Bourse, respectivement en 1845 et 1846 (voir chapitre 2).

Dès lors, la publication des cotes officielles à Lyon et Bordeaux devient journalière : l'instauration des parquets permet non seulement aux investisseurs d'observer le processus de découverte des prix mais aussi aux agents de change de collecter plus facilement l'information sur les transactions effectuées qui peut ainsi être publiée sur la cote et diffusée. La nouvelle transparence pré- et post-transactionnelle attire tant à Lyon qu'à Bordeaux des investisseurs et des émetteurs,

8. ADR, CAC Lyon, PV CS, 23 et 24 février 1841.

9. Plus précisément, en 1845, on comptait 66, 77 et 63 entreprises cotées respectivement aux parquets de Paris, Lyon et Bordeaux (1846 pour Bordeaux).

en particulier des chemins de fer. Sont alors échangées sur ces deux marchés certaines valeurs de la Bourse de Paris : chemins de fer d'Avignon à Marseille, de Paris à Orléans, de Paris à Rouen, etc. S'il ne s'agit que d'une poignée d'entreprises au total, leur capitalisation boursière atteint plusieurs dizaines de millions de francs : les Bourses de Bordeaux et de Lyon changent de dimension. Les exemples lyonnais et bordelais sont suivis par Marseille, Toulouse, Lille et Nantes. Ces villes obtiennent également l'autorisation d'ériger un parquet, respectivement en 1847, 1852, 1861 et 1868. Les actions des chemins de fer et des mines sont parmi les plus échangées à Marseille (Gontard 1985, p. 54–63). Le marché lillois est, quant à lui, très largement dominé par les charbonnages (Lambert-Dansette 1961, Petit-Konczyk 2004).

À Lyon, au cours de la décennie 1860, la cote officielle est dominée sensiblement par les mêmes secteurs qu'auparavant (mines, métallurgie, et gaz), même si en termes de capitalisation les chemins de fer l'emportent. Pourtant, la réorganisation du secteur gazier et l'évolution du tissu économique induisent des changements. Le recul du nombre de valeurs gazières s'explique, en partie, par le phénomène de rapprochement entre les sociétés, auquel œuvrent notamment deux spécialistes lyonnais de l'industrie du gaz, Émile Vautier et, plus tard, Prosper de Lachomette (Cayez & Chassagne 2006, Notice Paul-Émile Vautier, p. 279-282). Comme le secteur gazier, celui des ponts, canaux et bateaux diminue en pourcentage des entreprises cotées lorsque les secteurs financier et métallurgique s'étoffent. À cette époque, le métier des agents de change est définitivement tourné vers les valeurs mobilières. Dans son témoignage à l'enquête sur le régime du courtage en 1864, Arlès-Dufour affirme que les agents de change lyonnais « ont abandonné le change » et laissent le traitement du papier commercial à des courtiers non officiels.

3.4 La Bourse de Lyon entre développement et crise, 1871–1893

Au cours des années 1870, le nombre de sociétés cotées dans les bourses françaises commence à augmenter significativement. La plus forte progression est sans conteste celle de la Coulisse : le nombre de sociétés françaises y est multiplié par 5, faisant passer la Coulisse d'un marché très spécialisé dans la banque et l'assurance à un marché diversifié accueillant des entreprises minières ou encore des valeurs diverses [10]. Ainsi la place financière parisienne, tirée notamment par le secteur bancaire, voit son poids augmenter de 50 à 67%. La domination de Lyon au sein des bourses de province est renforcée : en 1880, près de 43% des sociétés cotées en province le sont à Lyon.

La loi du 24 juillet 1867 a facilité la création des sociétés anonymes, en libéralisant leur fondation, c'est-à-dire en supprimant l'autorisation préalable du Conseil d'État. Cette loi attribue ainsi indirectement de nouvelles responsabilités aux Chambres syndicales en matière d'admission à la cote. Avant juillet 1867, les Chambres syndicales se contentent, dans le cas de sociétés anonymes françaises, de vérifier l'autorisation du Conseil d'État avant de les admettre en bourse. Après cette date, elles deviennent « maîtresses de la cote » selon l'expression consacrée et sont souveraines dans la décision d'admission ou non de ces sociétés. Elles sont notamment chargées

10. Si les banques et assurances négociées à la Coulisse augmentent sur la période, leur poids relatif diminue. Une nouvelle fois, nous ne considérons ici que les sociétés françaises.

de vérifier la légalité de la création de l'entreprise et le respect du Code quant à sa gestion. Le règlement de la Bourse de Paris de 1870 indique que la Chambre syndicale, « sous l'autorité du ministre des Finances, a tout pouvoir pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur [...] Elle se fait remettre à cet effet, toutes les pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaire » (art. 155). Les pièces communiquées par l'entreprise font alors l'objet d'une analyse et d'un rapport détaillé présenté à la Chambre syndicale par l'un de ses membres. Ces nouvelles communications à l'introduction et pendant toute la vie boursière d'une société représentent pourtant un gain pour les sociétés anonymes confrontées auparavant aux longueurs du Conseil d'État et donc une diminution des coûts indirects de cotation. Cette nouvelle configuration réglementaire contribue à expliquer l'augmentation du nombre de sociétés cotées entre 1870 et 1880.

Marché de gré à gré, la Coulisse ne dispose pas, à cette époque, de critères d'admission à la cote. Si un opérateur trouvait une contrepartie, il pouvait négocier les titres de n'importe quel émetteur. Après avoir atteint un certain niveau de liquidité, les prix des transactions sur un titre étaient reportés dans la presse financière et donc portés à la connaissance du public. Pourtant, la plus grande partie de l'activité de la Coulisse était illicite car elle portait sur les titres admis à la cote officielle de la Bourse de Paris dont les agents de change avaient le monopole légal (Hautcœur & Riva 2012). L'essor enregistré pour la Coulisse pendant les années 1870 se fonde sur le rôle crucial qu'elle a joué lors du placement des emprunts de 1871 et 1873. À cette occasion, le gouvernement français avait émis en deux tranches des titres publics pour un montant de cinq milliards de francs (environ 25% du PIB de l'époque) pour payer les indemnités de guerre à l'Allemagne victorieuse. La Coulisse, grâce à la flexibilité des opérations à terme et à primes qu'elle pratiquait, avait assuré le succès des émissions : elle avait « porté » ces titres jusqu'à leur classement dans les portefeuilles des épargnants. La légitimation politique obtenue et la très grande liquidité développée sur ce marché ont assuré la réputation et les externalités nécessaires au déclenchement de l'essor et de la diversification des années 1870.

Sur les autres bourses, l'augmentation du nombre de titres cotés ne bénéficie pas à tous les secteurs de la même manière. Le lancement du Plan Freycinet provoque une vague d'investissements que la création de nombreux établissements bancaires contribue à financer (Le Bris 2012*a*). À leur tour, ces établissements s'adressent à la bourse pour lever les capitaux nécessaires. La Bourse de Paris capte la plupart de ce mouvement notamment à cause de la localisation sur la place parisienne de la haute banque, à l'origine de plusieurs établissements bancaires. La Bourse de Lyon participe activement à cette dynamique notamment grâce à l'installation sur cette place de l'Union générale, promotrice de nombreuses banques et sociétés. Les banques et les assurances représentent en 1880 un titre sur cinq à la Bourse de Lyon, ce qui en fait le second secteur de la cote (tableaux 3.2 et 3.B.3). L'Union générale introduit souvent les titres de ces nouvelles entreprises à Paris et Lyon pour leur conférer davantage de liquidité grâce à l'arbitrage facilité par la mise en œuvre d'une ligne télégraphique directe entre les deux bourses en 1880, et à l'hétérogénéité des organisations : tout en demeurant, à la différence de la Coulisse, une bourse officielle où les cours cotés avaient une valeur légale, la Bourse de Lyon permettait aux opérateurs d'accomplir des opérations, notamment à terme et à primes, interdites à Paris. Malgré

l'afflux de titres bancaires, le marché lyonnais est l'un des plus diversifiés en province. D'autres bourses régionales, qui perdent des parts de marché, sont, en revanche, très spécialisées : à Lille, sont principalement cotés les charbonnages du Nord et certaines banques locales ; à Toulouse, ce sont les chemins de fer et les actions de banques et assurances (tables 3.B.4 à 3.B.8).

La crise financière de 1882, déclenchée par la faillite de l'Union générale, devenue rapidement l'une des plus importantes banques françaises, est la plus sévère de l'histoire financière française (Le Bris 2010, 2018). Elle provoque la désagrégation de la Coulisse et le *collapse* des Bourses de Paris et Lyon. La Bourse de Paris fait l'objet d'une opération de sauvetage orchestrée par le ministère des Finances et la Banque de France alors que la Bourse de Lyon est contrainte de fermer ses portes. Cette dernière trouvera sur place les ressources nécessaires à sa refondation. Les autres bourses de province, bien que durement frappées, ne connaissent pas les mêmes déboires de la Bourse lyonnaise (Bouvier 1960, White 2007, Ducros & Riva 2014). La crise affecte l'économie réelle. Si l'on suit les estimations de Lévy-Leboyer & Bourguignon (1985), le PIB français ne retrouve son niveau de 1882 qu'en 1898 ! L'évolution du nombre d'entreprises cotées sur les différentes places entre 1880 et 1890 est la conséquence des dynamiques économiques et institutionnelles que la crise engendre. Le poids de la place financière de Paris baisse malgré une faible augmentation du nombre absolu de sociétés cotées. La part des bourses de province se consolide alors que celle de Lyon demeure relativement stable.

La Bourse de Paris décide de durcir les critères d'admission à la cote des sociétés, notamment françaises. Après 1867, la Chambre syndicale est devenue maîtresse de la cote, mais aussi responsable de ses actes de contrôle vis-à-vis des investisseurs. L'arrêt de la Cour de Cassation du 4 décembre 1877 inscrit ce principe dans la jurisprudence [11]. La crise financière et économique provoque la faillite de nombreuses sociétés cotées et les syndics des faillites intentent des procès à la CAC de Paris à la fois pour engager sa responsabilité et pour obtenir les noms des actionnaires au porteur que les agents de change ne peuvent retrouver qu'au prix de recherches très coûteuses sur leurs livres [12]. Pour limiter les risques juridiques, la Bourse de Paris opte alors pour la « rigueur » et la « sévérité » dans l'admission des sociétés. Par ailleurs, en 1886, après consultations des syndics de faillite, la Bourse de Paris élimine de sa cote toutes les entreprises en liquidation qui ne distribueront plus de dividendes aux créanciers [13].

La Coulisse, quant à elle, trouve à l'étranger l'aliment qui lui permet de s'épanouir [14] et de devenir entre la fin des années 1880 et le début des années 1890 le principal marché français (Hautcœur et al. 2010). Son activité est particulièrement concentrée sur les grandes valeurs, par

11. La Chambre syndicale de la Bourse de Paris a été condamnée à indemniser les porteurs de bons hypothécaires de la Compagnie du chemin de fer Memphis-El-Paso pour avoir admis ces valeurs à la cote sans avoir au préalable effectué toutes les vérifications nécessaires et pour avoir ainsi contrevenu à deux prescriptions formelles du décret du 22 mai 1858, alors en vigueur (Waldmann 1888, Siegfried & Lévy 1890).

12. À cette époque, le capital social d'une société était rarement entièrement versé. C'est pourquoi, en cas de faillite, les actionnaires demeuraient débiteurs du capital non-versé.

13. Centre des Archives Économiques et Financières (CAEF), CAC Paris, PV AG, 20 décembre 1886 et 19 décembre 1887.

14. Le nombre de titres étrangers (actions et obligations publiques et privées) négociés à la Coulisse augmente de 65% entre 1880 et 1890 alors que le nombre de titres français n'augmente, lui, que de 11%. Aussi à la Bourse de Paris, le nombre de titres étrangers augmente plus rapidement que celui des titres français, mais en proportion bien moindres, respectivement 30% et 12% (Hautcœur et al. 2010).

exemple les obligations ottomanes et russes, objet d'arbitrage international et d'une concurrence exacerbée avec la Bourse de Paris. Pour gagner cette concurrence, la Coulisse s'appuie aussi sur la Bourse de Lyon dont les horaires sont aménagés pour faciliter les arbitrages avant l'ouverture et après la clôture de la Bourse de Paris et dont les règlements souples permettent aux coulissiers de ne pas être limités dans leurs pratiques (Ducros & Riva 2014).

Particulièrement éprouvée par le krach de 1882, la Bourse de Lyon se restaure progressivement par l'activité que la Coulisse lui fournit : le trafic sur les deux fils télégraphiques posés en 1880 et reliant directement le Palais Brongniart à Paris et le Palais du commerce à Lyon est régulièrement encombré. Ce n'est que par manque de fonds que la Chambre syndicale de Lyon ne peut pas satisfaire en 1888 la demande des opérateurs d'en installer un troisième. Bientôt, le téléphone est utilisé au cours des séances de bourse [15]. Les technologies de l'information sont déployées au service de l'arbitrage entre Paris et Lyon sur les grandes valeurs, souvent internationales, et véhiculent ainsi une information relativement simple comme les prix en vue d'opérations d'arbitrage et les ordres de bourse correspondants. Elles ne provoquent pas une centralisation des émetteurs sur la place parisienne comme il serait possible de s'attendre par l'effet d'une diminution des asymétries d'information. Au contraire, l'activité d'arbitrage facilitée par la technologie permet à la Bourse de Lyon de revivre et demeurer un instrument utile aux investisseurs et émetteurs locaux. En ce qui concerne les entreprises françaises, la physionomie générale de la cote officielle lyonnaise ne change pas : seul le recul du secteur bancaire, mis à rude épreuve par la crise de 1882, est à signaler. Pourtant, les externalités nées de l'arbitrage rejaillissent sur les autres classes d'actifs. Lyon maintient ainsi sa part de marché dans la cotation d'entreprises françaises et introduit à sa cote des entreprises « nouvelles », comme celles de tramways.

À la suite de la crise de 1882, les pouvoirs publics légalisent en 1885 les opérations à terme jusque-là interdites par la loi mais très largement pratiquées en bourse. La légalisation de ces opérations supprime l'obstacle qui avait bloqué pendant presque 80 ans l'approbation du règlement d'administration publique sur les opérations de bourse, annoncé par le Code de commerce de 1807. Ce règlement d'administration publique pose les bases juridiques de l'homologation par le gouvernement des règlements des bourses françaises, elle-même prévue par le Code (Lagneau-Ymonet & Riva 2018).

Échaudé par les excès de la crise, le gouvernement vise à réguler plus strictement les bourses françaises. Après avoir négocié avec la CAC de la capitale le règlement de la Bourse de Paris, le ministère des Finances invite les bourses régionales à s'y conformer. L'enjeu est de taille. L'homogénéisation des règlements particuliers ferait perdre à ces dernières les spécificités qui représentent l'un de leurs avantages comparatifs. C'est pourquoi les bourses régionales tentent de résister, mais le ministère se révèle inflexible et refuse l'homologation des règlements qui ne se conforment pas au parisien [16]. La CAC de Lyon en adopte certaines dispositions. Pourtant,

15. L'installation d'une cabine téléphonique au sein du Palais du Commerce est ainsi discutée dès 1889 (ADR, CAC Lyon, PV CS, 20 avril 1889 et 5 juillet 1889).

16. La correspondance relative aux règlements particuliers de 1892 est conservée au CAEF : Direction du Mouvement Général des fonds, B-64899, B-64900, B-64902, B-64905 et B-64906.

TABLE 3.2 – Titres d'établissements bancaires cotés officiellement à Lyon, fin 1880

Segment	Nom	Cap. boursière (en millions)	Coté à Paris ?
Terme	Crédit Mobilier	54,4	Oui
Terme	Crédit Lyonnais	204	Oui
Terme	Union Générale	96,5	Oui
Terme	Banque hypothécaire de Paris	n.a.	Non
Terme	Société générale française de crédit	9,1	Oui
	Total (terme)	364,0	
Comptant	Banque de France	671,6	Oui
Comptant	Comptoir lyonnais	8,9	Non
Comptant	Comptoir d'escompte de Lyon	2,4	Non
Comptant	Société lyonnaise de dépôts et de comptes courants	56,4	Non
Comptant	Société stéphanoise de dépôts et comptes-courantes et de crédit industriel	20,6	Non
Comptant	Banque de prêts à l'industrie	7	Oui
	Total (comptant)	766,9	

Sources : *Cote officielle de la Compagnie des agents de change près la Bourse de Lyon*, 31 décembre 1880 et *Cours authentique et officiel de la Bourse de Paris*, 31 décembre 1880.
Notes : La capitalisation boursière, exprimée en millions de francs courants, est calculée à partir des cours lyonnais du 31 décembre 1880.

son projet de règlement est rejeté à quatre reprises par le ministère à cause des écarts vis-à-vis du texte parisien. La CAC de Lyon n'hésite pas à mobiliser le président de la Chambre et député du Rhône Aynard pour qu'il intervienne en sa faveur auprès du ministre. Celui-ci insiste et envoie des demandes de modifications précises. Il homologuera le règlement seulement si « la Chambre syndicale [n']accepte pleinement [s]es observations ». En mai 1892, le ministère oblige ainsi la Compagnie lyonnaise à modifier non seulement l'organisation de sa bourse, mais aussi les usages de place qui ne sont plus compatibles avec le nouveau règlement [17]. L'homogénéisation normative des organisations boursières devrait favoriser la centralisation de l'activité boursière sur la place principale, Paris. Pourtant, le décret de 1890 ouvre de nouvelles possibilités aux bourses de province quant à l'admission d'entreprises françaises.

L'article 80 du décret impose aux bourses de créer des segments non-officiels, la deuxième partie de la cote, où devraient figurer « les valeurs non comprises dans la partie officielle » car elles ne génèrent pas « suffisamment de transactions ». Dans l'esprit du gouvernement, il s'agit de mettre en place une sorte de « *junior market* » avec des critères d'admission plus souples, tels qu'aujourd'hui Alternext à Paris et l'*Alternative Investment Market* à Londres, pour faciliter l'accès de PME au marché en réduisant les coûts indirects de cotation. La CAC de Paris y voit le moyen de concurrencer la Coulisse. Selon l'interprétation du dispositif juridique que la CAC de Paris donne, les agents de change sont libres de faire coter sur ce segment toutes les valeurs « négociables » au sens de valeurs émises selon les formalités légales prévues par des entreprises légalement constituées. En préparation de son ouverture le 5 mai 1892, la Chambre syndicale demande d'examiner toutes les entreprises cotées sur les bourses régionales et en Coulisse à son « Bureau de renseignement » qui constituerait ainsi des listes de valeurs susceptibles d'être négociées sur ce segment, après avoir colleté les informations nécessaires.

17. ADR, CAC Lyon, PV CS, 20 janvier 1891, 21 février 1891, 6 juillet 1891, 30 décembre 1891, 31 décembre 1891, 15 janvier 1892, 19 février 1892 et 6 mai 1892.

Pourtant, très rapidement, des « valeurs plus ou moins suspectes » apparaissent à la deuxième partie de la cote et des « abus » dans la cotation des prix sont enregistrés. D'une part, le Bureau de renseignement a du mal à collecter les informations sur le respect des formalités légales par les sociétés, même au prix d'un travail titanesque, et peut encore plus difficilement savoir si la réalité de l'entreprise correspond aux déclarations. C'est pourquoi, la CAC de Paris décide, dès janvier 1893, de soumettre les valeurs demandant l'admission à la deuxième partie de la cote aux procédures suivies pour l'admission à la cote officielle et invite celles déjà admises à s'y conformer sous peine de radiation [18].

D'autre part, la liquidité de ces titres est faible : « plusieurs mois s'écoulant entre deux transactions », il n'est pas possible à l'agent de change de se rendre compte de la « sincérité » du cours de la valeur au moment où il doit la négocier, d'où la cotation de « cours fantaisistes » permettant à des promoteurs sans scrupules jouant sur les asymétries d'information, de placer des titres nouveaux à des cours déconnectés de la réalité de l'entreprise ou d'obtenir des avances importantes auprès de banquiers [19]. Par ailleurs, la gestion de la deuxième partie de la cote est coûteuse pour la Compagnie : des coteurs et des commis sont spécialement affectés à ces titres particuliers qui rapportent peu en courtages. Ces éléments réduisent d'autant le flux potentiel d'admissions à la deuxième partie de la cote parisienne et laissent aux bourses régionales une réserve d'activité.

3.5 La Belle Époque des cotations régionales, 1894–1913

La Belle Époque est caractérisée par une extension des cotes officielles. Le nombre de sociétés cotées dans les bourses françaises augmente de façon importante. Le retournement de la conjoncture économique vers la moitié des années 1890, la concentration des capitaux nécessaire pour saisir les opportunités de la deuxième révolution industrielle et la relative stabilité financière française en sont les principales causes économiques. Pourtant, les dynamiques compétitives et organisationnelles ainsi que l'usage du droit de la part des acteurs jouent un rôle clé. Ces facteurs freinent la centralisation de la cotation de sociétés cotées à Paris, que le déploiement des technologies de la communication aurait du accélérer. En effet, la part des deux marchés de la place financière de Paris recule, l'augmentation du nombre de sociétés cotées y étant plus lente en moyenne que sur les autres marchés, et notamment sur celui de Lyon, dont l'importance s'accroît considérablement entre 1900 et 1913, tant au niveau national qu'au niveau régional.

En juin 1893, une réforme réglementaire supprime le monopole des agents de change sur les titres admis à leur cote, monopole sur lequel, jusque-là, les coulissiers empiètent de façon illégale. À la suite de cette réforme, la Coulisse, libre désormais de négocier en toute légalité les titres cotés à la Bourse de Paris, connaît un développement marqué dont la place de Lyon bénéficie malgré l'homogénéisation des règlements de mai 1892. Fin 1895, la Coulisse subit de plein fouet

18. La Chambre syndicale fait une exception pour les titres qui étaient admis à la première partie de la cote et qu'elle a rétrocédés à la deuxième partie à cause de la faible liquidité, à savoir ceux qui n'ont pas enregistré de transactions pendant les trois premiers mois de 1892 (CAEF, CAC Paris, PV CS, 18 mars 1892).

19. CAEF, Direction générale des fonds, B-64895, Note « Décret du 7 octobre 1890. Suppression du 2ème paragraphe de l'article 80 et par conséquent de la 2ème partie du Bulletin de la cote ».

la crise des mines d'or qui laisse la Bourse de Paris intacte. Le gouvernement impose alors en 1898 une réforme qui restaure et protège le monopole des agents de change. En même temps, la Coulisse est obligée de se formaliser et mettre en place des critères d'admission des titres à son marché. Cette réorganisation limite fortement l'activité de la Coulisse et freine l'augmentation du nombre de titres cotés sur son marché. La crise de 1895 et la réforme de 1898 frappent par ricochet la Bourse de Lyon qui perd ainsi son « meilleur client » (Hautcœur et al. 2010, Ducros & Riva 2014).

Peu après la réforme de 1898, la Bourse de Paris demande explicitement au gouvernement de pouvoir supprimer la deuxième partie de la cote pour se concentrer sur les valeurs liquides et rentables : la réforme de 1898 a multiplié par deux les volumes négociés à la Bourse de Paris dans l'espace de quelques mois (Lagneau-Ymonet & Riva 2018) ; malgré les facilitées mises en place, il devient de plus en plus difficile pour les agents de change parisiens de gérer ces volumes et s'occuper aussi des PME. Le gouvernement s'y oppose [20]. Pourtant, les pertes d'information liées à la distance et les contraintes de capacité amènent la Bourse de Paris à ne plus mener de politique active de développement de ce segment et même à refuser l'admission de certaines sociétés sur l'argument que la plupart des actionnaires réside en province.

La Bourse de Lyon profite de ce désengagement progressif de la Bourse de Paris. Dès les années 1890, la politique d'admission à la cote officielle et non officielle de sociétés françaises constitue déjà un outil de développement pour le marché lyonnais qui accompagne ses entrepreneurs dans des secteurs innovants. Pour ces secteurs, les difficultés d'évaluation des perspectives d'une nouvelle activité renforcent le rôle des réseaux locaux dans la transmission d'une information complexe et incertaine. En 1899, près de 50 compagnies de tramways sont cotées à Lyon. 42 d'entre elles sont issues directement du capitalisme local et exploitent des tramways répartis sur tout le territoire français (figure 3.2). L'Omnium lyonnais de chemins de fer et tramways, définitivement constitué en janvier 1896, y joue un rôle de premier plan : en acquérant la Société nouvelle d'électricité, il récupère sept concessions de tramways, réparties dans toute la France. Cet intérêt des investisseurs locaux pour les tramways constitue une situation unique en France : le capital, en valeur nominale, investi dans les compagnies lyonnaises entre 1890 et 1904 cotées à la Bourse de Lyon atteint près de 150 millions de francs (graphique 3.C.1). Les marchés nantais et parisiens accueillent également des sociétés de tramways à leur cote, mais pour une bonne partie d'entre elles, il s'agit de valeurs précédemment introduites sur le marché lyonnais. Quant aux autres marchés régionaux, ils n'admettent qu'entre une et trois sociétés de tramways, généralement les sociétés créées pour exploiter le réseau de la ville siège de la Bourse [21].

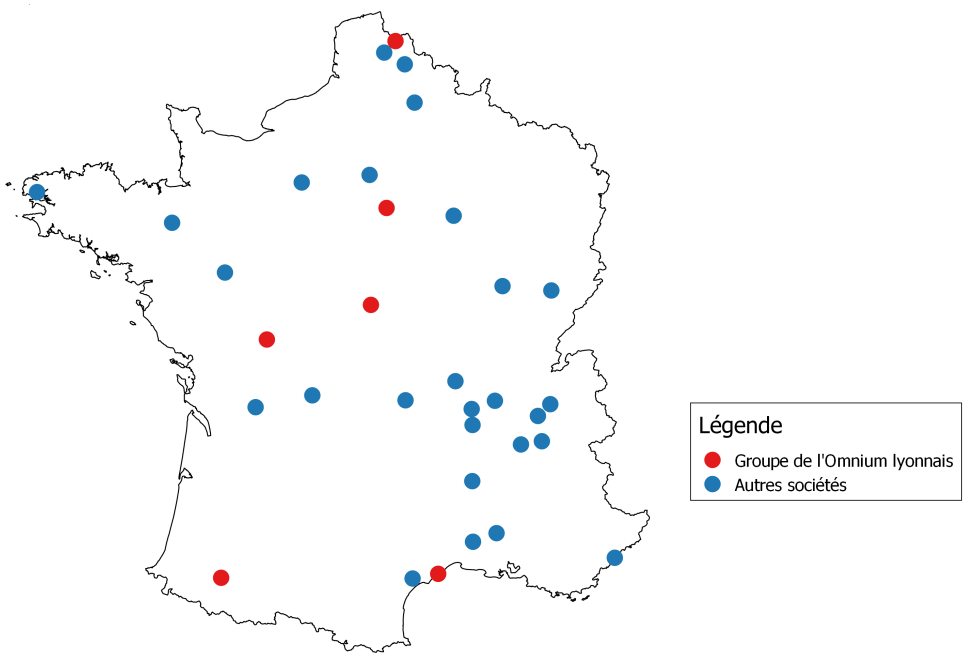
Pourtant, cela n'arrête pas « l'appauvrissement progressif [du] marché » de Lyon [22] : à partir de 1898, les volumes négociés, notamment à terme, sur les grandes valeurs sont de plus en plus centralisés à la Bourse de Paris. Pour tirer son épingle du jeu, la Bourse de Lyon élabore à partir

20. CAEF, CAC Paris, PV CS, 13 juillet 1898.

21. L'histoire de la spécificité lyonnaise dans le secteur des tramways reste encore largement à écrire pour la fin du XIXe siècle. Pour la première moitié du XXe siècle, on pourra utilement se reporter à la thèse de Vuillermot (1997) sur l'histoire du groupe Durand.

22. Selon les termes du Syndic de la CAC de Lyon lors de l'Assemblée générale de fin 1903 (ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1903).

FIGURE 3.2 – Lieu d'exploitation des sociétés lyonnaises de tramways cotées à la Bourse de Lyon en 1899



Source : Bonzon (1899).
Champ : Entreprises de tramways cotées à la Bourse de Lyon en 1899 et créées par des capitalistes lyonnais. Ne sont pas représentées sur cette carte, les compagnies des tramways de Valence (Espagne), de Cronstadt et d'Oran.

de 1900 une stratégie nouvelle fondée sur une politique volontariste d'admission à la deuxième partie de la cote qui avait suivi jusque-là la doctrine parisienne de 1893. Elle vise les entreprises locales qui demeurent en dehors du champ d'intérêt de la Bourse de Paris et des établissements de crédit dont les coûts fixes liés à leur réseau ne sont pas couverts par les commissions générées sur ces émissions. Les émissions de valeurs locales constituent dès lors le « réduit imprenable » des banquiers locaux (Brocard 1912, p. 122).

Abel Waldmann, nommé agent de change en 1895, montre l'intérêt de la nouvelle stratégie et en élabore les bases légales. Dernier rejeton d'une famille d'agents de change lyonnais [23], il soutient une thèse de doctorat en droit publiée en 1888 sur *La profession d'agent de change* (Waldmann 1888). Dans sa thèse, Waldmann développe une théorie fondée sur une interprétation originale de l'article 76 du Code de commerce, suivant laquelle l'admission d'une valeur à la cote officielle et *a fortiori* à la deuxième partie de la cote, est prérogative exclusive de l'agent de change et non de la Chambre syndicale. Le décret de 1890 a clairement statué que l'admission à la cote officielle est une prérogative des Chambres syndicales, mais Waldmann tente, à maintes reprises, de faire accepter sa théorie pour la deuxième partie de la cote. La Chambre syndicale de Lyon refuse de s'y conformer, soutenue par sa consœur parisienne, à laquelle la première a soumis la question pour bénéficier de l'avis de ses juristes. Pourtant, les idées de Waldmann arrivent à convaincre ses confrères qui l'élisent largement en 1899 à la Chambre syndicale où

23. Émile Waldmann, son grand-père, a été agent de change à Lyon entre 1859 et 1881, puis à nouveau entre 1882 et 1886. Entre 1881 et 1882, la charge a été dirigée par Maurice, le fils aîné d'Émile, balayé par la crise.

il acquiert très rapidement une autorité incontestée par sa maîtrise des dossiers et son savoir juridique. La position de Waldmann prévaut désormais au sein de la bourse lyonnaise (voir le chapitre 4).

En novembre 1900, la Chambre syndicale acte « une application plus ample et en même temps plus exacte » de l'article 80 du décret de 1890 instituant la deuxième partie de la cote afin de permettre aux agents de change d'exercer le droit prévu par l'article 76 du Code de commerce, tout en veillant à ce que les agents respectent la loi de 1867 sur les sociétés anonymes. La Chambre syndicale invite tous les agents lyonnais à lui faire parvenir les pièces attestant de la négociabilité des titres qu'ils ont eu l'occasion de négocier ou qui font partie des portefeuilles de leur clientèle [24]. Entre mars et avril 1901, la Chambre syndicale inscrit ainsi 82 sociétés à la deuxième partie de la cote. Bien qu'elle fonde son argument sur des bases juridiques différentes que sa consœur parisienne, la Chambre syndicale de Lyon adopte le système en vigueur à Paris en 1892. L'insertion dans les réseaux locaux, avec notamment leurs liens avec la banque locale, permet sans doute aux agents lyonnais d'obtenir des informations plus fiables et au moindre coût. Dès 1892, les demandes d'admission à la cote et notamment à la deuxième partie sont de plus en plus fréquemment présentées par des banques et banquiers locaux. Un réseau, ample et consolidé, de correspondants renseigne sur les valeurs locales d'autres régions (Brocard 1912, p. 138). La proximité de banquiers et entrepreneurs permet aux agents lyonnais de surmonter plus facilement les asymétries d'information que leurs confrères de Paris, malgré la diffusion des technologies de la communication.

Le déploiement des téléphones ne provoque pas, en effet, une centralisation accrue de la cotation des sociétés françaises, les contraintes de capacité de la Bourse de Paris y jouant. Au début du XXe siècle, les communications téléphoniques entre Paris et Lyon sont presque exclusivement monopolisées par les opérateurs de bourse, notamment à la mi-journée au cours de la séance de bourse. Certains agents de change disposent à eux-seuls de plus de 35 lignes téléphoniques. Encore une fois, ces technologies sont utilisées notamment pour la transmission d'informations simples telles que les prix des grandes valeurs en vue d'opérations d'arbitrage et les ordres de bourses sur ces valeurs. La transmission d'information complexe comme celle relative à la constitution et à la gestion d'entreprises circule mieux à travers les réseaux locaux, notamment si ces entreprises opèrent dans des secteurs innovants pour lesquelles une expertise se forme localement. Ces réseaux locaux expliquent aussi sans doute pourquoi la « *bonding hypothesis* » ne semble pas vérifiée à Lyon : les entreprises ne semblent pas se priver d'utiliser la deuxième partie de la cote, malgré des critères d'admission plus faibles que la cote officielle. Les signaux semblent ici être fournis aux investisseurs davantage par les réseaux que par la cotation sur un segment de marché aux critères d'admission plus sévères tel que la cote officielle.

De même, les coûts directs de cotations ne semblent pas jouer un rôle important. Sur les marchés parisiens et lyonnais, l'admission à la cote et le maintien à la cote sont gratuits au début du XXe siècle. Certains marchés régionaux prélèvent des frais que ce soit lors de l'admission ou annuellement, mais les montants demeurent très faibles. Par exemple, la Bourse de Toulouse

24. ADR, CAC Lyon, PV CS, 27 novembre 1900.

demande 20 francs par an aux entreprises cotées. À Marseille, les frais d'examen du dossier d'admission s'élèvent au maximum à 1500 francs, soit une somme très faible au regard des montants en jeu. Les coûts indirects de cotation semblent jouer davantage.

En février 1907, la Chambre syndicale décide d'exercer un contrôle plus formel sur les admissions à cause de la « précipitation avec laquelle les sociétés demandent l'inscription de leurs titres » : la forte conjoncture économique provoque la création de nombre d'entreprises qui se pressent de demander la cotation en raison de la période de *hot market*[25]. Si l'augmentation des contrôles de 1907 et la correspondante augmentation des coûts indirects de cotation pour les entreprises réduisent le flux d'admissions, elles ne bloquent pas les introductions en bourse à Lyon où le nombre d'entreprises cotées est multiplié par deux entre 1900 et 1913. La Bourse de Lyon renforce ainsi son rôle de marché régional français prédominant.

La plupart des secteurs voit le nombre d'entreprises cotées augmenter. Si des secteurs plus traditionnels, tels que l'industrie minière et métallurgique, voient leur importance relative décliner, des secteurs nouveaux tels que l'électricité et la chimie multiplient par deux leur poids dans la cote lyonnaise entre 1900 et 1913 et atteignent ensemble 14% des entreprises cotées. Aucun marché français ne porte à sa cote, ni en termes absolus ni relatifs, une quantité aussi importante d'entreprises de ces secteurs innovants. La Bourse de Paris demeure dominée par les secteurs des banques et assurances, des chemins de fer, de la métallurgie et des mines, chacun avec une part comprise entre 15% et 20% des entreprises cotées. La Coulisse et la Bourse de Lille accueillent encore en 1913 un secteur minier et métallurgique conséquent (respectivement environ 40% et 47% des sociétés cotées) où notamment les valeurs minières sont majoritaires (tables 3.B.2 et 3.B.5). Le secteur des banques et assurances est toujours prépondérant à Bordeaux et Marseille, où le secteur traditionnel des ponts et canaux passe, en revanche, de 21% à 9% des entreprises cotées (tables 3.B.4 et 3.B.6).

Par ailleurs, pour tous les marchés, les entreprises « diverses » voient leur part augmenter considérablement entre 1900 et 1913. À cette date, elles représentent près du tiers de la cote lyonnaise (table 3.B.3). Au sein de ce secteur, les sous-secteurs qui progressent le plus sont le secteur automobile, l'industrie alimentaire, notamment brassicole, et les valeurs coloniales. Lyon dispose d'une longue tradition en matière automobile, comme le rappellent Angleraud & Pellissier (2003). Certains ateliers sont d'abord spécialisés dans la construction du cycle avant de développer une activité automobile. La cote officielle de la Bourse de Lyon accompagne l'essor de cette industrie, également présente autour de Saint-Étienne. Par exemple, dès le début de l'année 1901, les actions de Rochet-Schneider sont cotées officiellement. Témoin de cette réussite, certaines actions d'entreprises automobiles lyonnaises sont ensuite cotées également en Coulisse à Paris, comme par exemple les Automobiles Rochet-Schneider ou encore les Automobiles Charron, Girardot et Voigt.

La diversification de la cote lyonnaise ne concerne pas seulement les secteurs, mais également les régions géographiques : sur la période 1898 à 1914, un tiers des sociétés cotées à la Bourse de Lyon sont « locales »[26], sans avoir leur siège dans la région Rhône-Alpes (Ducros & Riva

25. ADR, CAC Lyon, PV CS, 11 février 1907.
26. Ici nous définissons une entreprise comme « locale » si ses titres ne sont pas cotés à la Bourse de Paris.

2014). Toujours dans la première décennie du XXe siècle, de plus en plus de sociétés coloniales accèdent à la cote officielle. Les investisseurs lyonnais s'engagent dans des affaires commerciales avec Madagascar (Jacob 1971) et en Indochine, affaires que l'on retrouve logiquement à la Bourse de Lyon avec des titres de sociétés ayant pour but d'exploiter les mines de Madagascar ou encore de développer les relations commerciales avec Madagascar et l'Indochine. On trouve enfin des sociétés immobilières d'Algérie, du Maroc et de Tunisie.

3.6 Conclusion

Le financement des entreprises, notamment des PME et des jeunes pousses, est un sujet au cœur des politiques européennes. L'Union Européenne mise sur les institutions de marché pour relâcher la contrainte de financement qui, selon son analyse, bloque l'investissement et la création d'emplois. La récente crise financière a amené les banques à réduire leurs crédits et, selon certains observateurs, les régulations de Bâle III poseront des obstacles ultérieurs au financement par crédit bancaire. Probablement à cause de l'histoire récente plutôt décevante des marchés financiers pour PME tels que les Nouveaux Marchés et les marchés « Alter », le débat a fait resurgir l'idée de la création de bourses régionales, fermées au nom des vertus de la centralisation boursière en 1990 en France. L'histoire financière peut enrichir ce débat. Dans la France de 1913, 1676 entreprises françaises étaient cotées (en incluant les doubles cotations) et environ la moitié, notamment des PME, l'étaient sur les bourses régionales, contre un total de 665 entreprises françaises cotées sur Euronext, dont 525 PME-ETI, en 2015. Les bourses régionales, que ce soit en France ou ailleurs, ont une histoire longue, enracinée dans les « capitalismes régionaux ». Ces histoires représentent encore aujourd'hui des zones d'ombre que la recherche a juste commencé à éclaircir. Il s'agit d'une démarche nécessaire pour appréhender les dynamiques économiques et institutionnelles qui expliquent le développement des marchés.

Dans cet article, nous avons proposé une première évaluation de la géographie des marchés financiers français en nous focalisant sur le nombre d'entreprises françaises cotées sur chacun d'entre eux. Nous avons montré qu'en suivant cette métrique, les relations entre la place de Paris et celles de province prises dans leur ensemble demeurent relativement stables de 1871 à 1913 : le développement de la place de Paris ne s'est pas fait au détriment des places régionales. Au contraire, le développement de la Coulisse pendant les années 1880 a entrainé celui de la Bourse de Lyon : les externalités de l'activité d'arbitrage entre la Bourse de Lyon et la Coulisse ont permis à la première de revivre et de maintenir son rôle dans la cotation d'entreprise. En outre, la période typiquement indiquée comme celle de plein rayonnement de la place financière de Paris, la Belle Époque, fait la part belle aux bourses de province, au moins en ce qui concerne la cotation de sociétés anonymes. Parmi les places régionales, la Bourse de Lyon acquiert un rôle prépondérant en doublant son poids à la fois au plan national et régional entre 1871 et 1913 pour atteindre respectivement 30% et 59% des parts de marché.

Nous avons montré que cette performance lyonnaise s'explique par les dynamiques économiques non seulement régionales mais également nationales, canalisées par un dispositif institutionnel – la deuxième partie de la cote – dont la Bourse de Lyon fait un usage spécifique.

Cette pratique s'inscrit comme une réponse à la concurrence entre la place lyonnaise et la place parisienne qui attire une partie croissante des volumes sur les grandes valeurs à partir de 1898. Si les technologies de l'information semblent avoir facilité la centralisation de ces volumes, elles n'ont pas eu d'effet sur la centralisation des sociétés cotées : elles ont été utilisées notamment par la transmission entre Paris et Lyon d'information simples et instrumentales à l'arbitrage ; les informations complexes sur des sociétés petites et moyennes, notamment innovantes, semblent ainsi continuer à transiter par des réseaux locaux. Sans doute, la prédominance de ses réseaux explique aussi l'usage de la deuxième partie de la cote par les entreprises : les signaux aux investisseurs sont fournis par ces réseaux plutôt que par la cotation sur des segments de marché avec des critères d'admission sévères. La distance et les contraintes de capacité de la Bourse de Paris ont créé des opportunités qui ont été interprétées par les acteurs locaux et ont permis de construire institutionnellement et socialement la bourse lyonnaise. Les raisons de la cotation de ces entreprises et notamment les effets de ces cotations sur leur financement demeurent néanmoins des questions encore largement ouverte auxquelles la recherche est appelée à répondre.

Annexe

3.A Sources et méthode de relevé

Les données relatives à la Bourse de Paris ont fait l'objet d'un travail approfondi dans le cadre de l'Équipement d'Excellence « Data for Financial History » (Equipex DFIH) porté par l'École d'Économie de Paris. Ce travail a permis le croisement des données publiées sur les cotes officielles de cette Bourse, relativement plus renseignées que celles des bourses régionales, et des données publiées sur les annuaires boursiers (les Annuaires de la Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change près de la Bourse de Paris et les Annuaires Desfossés). Pour chaque entreprise cotée, la localisation de son siège est connue. Les données sont en conséquence fiables. Pour la Coulisse, ce travail vient de commencer : le relevé des cotes de ce marché n'a pas encore pu être croisé avec les données des annuaires boursiers (Annuaires Desfossés). Les données relatives à la Coulisse souffrent aussi d'une rupture dans les sources utilisées, conséquence de la profonde réorganisation de la place financière de Paris de 1898. Jusqu'en 1898, la Coulisse n'a qu'une organisation embryonnaire et ne publie pas une cote. Par conséquent, les titres négociés sur ce marché de gré à gré doivent être suivis sur les journaux financiers. Les pages de ces journaux qui y sont consacrées ne portent que le nom du titre (souvent abrégé) et ses prix, sans la « permanence de la ligne » qui caractérise la cote officielle : les rédacteurs peuvent choisir d'insérer dans les pages de leur journal les titres « vedettes » du moment pour satisfaire (ou susciter) les intérêts de leurs lecteurs, sans nécessairement reporter tous les titres négociés. Pour cette période, nous avons ainsi utilisé les relevés des séances de la Coulisse publiées par la *Cote de la Bourse et de la Banque*, dite aussi « Cote Vidal », l'un des journaux les plus reconnus pour son sérieux. La collection de ce périodique à la Bibliothèque nationale de France est parfois lacunaire. À partir de 1899, en revanche, la Coulisse formalise son organisation et le Syndicat, nouvellement créé[27], publie une cote (*la Cote du Marché des Banquiers en Valeurs*) qui, si elle n'est pas identique à la cote officielle, s'en rapproche.

En ce qui concerne les bourses régionales, l'impossibilité de croiser systématiquement les données publiées sur les cotes avec celles publiées sur les annuaires crée une incertitude non négligeable. Les cotes des bourses régionales représentent un cas intermédiaire entre celles de la Bourse de Paris et les journaux financiers quant aux informations publiées et à leur organisa-

27. Plus précisément, à l'occasion de cette réorganisation, deux Syndicats se forment : le Syndicat des banquiers en valeurs au comptant et le Syndicat des banquiers en valeurs à terme. Nous avons limité notre analyse au marché au comptant. Les valeurs négociées par le Syndicat à terme sont presque toutes également négociées au comptant, les autres étant étrangères.

tion. Nous avons eu l'opportunité de consulter le fonds du SEEF du Crédit Lyonnais, conservé aujourd'hui au Graduate Institute of International and Development Studies de Genève : les lacunes dans les séries et le très mauvais état de conservation de certains volumes où les cotes sont reliées expliquent, comme pour la Coulisse, l'absence d'information pour des bourses à certaines années et le décalage des dates pour d'autres. En outre, nous avons trouvé la « deuxième partie » de la cote seulement pour les bourses de Lyon, Marseille et Toulouse et pour un nombre limité d'années, alors qu'elle est entièrement recensée pour la Bourse de Paris [28].

Pour déterminer le nombre d'entreprises françaises cotées en Coulisse et aux bourses régionales, nous avons procédé de la sorte : puisque les bourses considèrent comme françaises les sociétés ayant leur siège en France, lorsque la distinction entre titres français et étrangers était indiquée, nous n'avons considéré que les premiers. Pourtant, certaines cotes régionales et les journaux financiers ne reportent pas cette distinction ou ne le font que tardivement, sans doute à cause de la faible présence de titres étrangers pour les premières, ou parce que la distinction est *a priori* connue (ou considérée comme sans intérêt) pour les investisseurs. Sans le croisement avec les annuaires boursiers, il devient alors difficile de distinguer entre entreprises françaises et étrangères, les noms des titres étant systématiquement indiqués en français. Pour ces cotes et journaux, en cas de doute, nous avons considéré comme étrangères les entreprises dont la valeur nominale des titres ou les dividendes étaient exprimés en devise étrangère. Par ailleurs, une entreprise peut demander la cotation en bourse de différents titres. Nous avons considéré une entreprise cotée si et seulement si ses actions ordinaires ou privilégiées étaient admises à la cote. Nous avons ainsi exclu toutes les entreprises dont sont cotées uniquement les parts de fondateur, les parts bénéficiaires, les actions de jouissance ou les obligations. Ces cas sont possibles seulement pour la Coulisse et les bourses régionales puisqu'à la Bourse de Paris, une entreprise doit d'abord faire coter ses actions ordinaires pour ensuite faire admettre les autres classes de titres.

28. Plus précisément, les bourses régionales publient souvent la deuxième partie de la cote à la suite de la cote officielle, mais ne reportent sur celles-ci que les titres négociés le jour auquel la cote se réfère, c'est-à-dire une portion congrue des titres admis à cette deuxième partie. Même à Paris, certains titres admis à cette deuxième partie ne sont pas cotés pendant plusieurs mois consécutifs.

3.B Tables additionnelles

TABLE 3.B.1 – Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Paris, 1845–1913

Année	1845	1863	1871	1880	1890	1900	1913
Total	66	88	162	267	282	504	587
Banques, assurances	21	17	38	84	93	93	121
Banques, assurances (%)	*32*	*19*	*23*	*31*	*33*	*18*	*21*
Chemins de fer, tramways	13	18	36	57	37	85	91
Chemins de fer, tramways (%)	*20*	*20*	*22*	*21*	*13*	*17*	*16*
Métallurgie, mines	8	13	21	35	41	84	109
Métallurgie, mines (%)	*12*	*15*	*13*	*13*	*15*	*17*	*19*
Gaz, eaux	4	7	8	15	20	35	34
Gaz, eaux (%)	*6*	*8*	*5*	*6*	*7*	*7*	*6*
Electricité	0	0	1	0	3	29	47
Électricité (%)	*0*	*0*	*1*	*0*	*1*	*6*	*8*
Chimie	0	0	0	4	4	14	9
Chimie (%)	*0*	*0*	*0*	*1*	*1*	*3*	*2*
Ponts, canaux et bateaux	13	11	16	20	26	18	14
Ponts, canaux et bateaux (%)	*20*	*13*	*10*	*7*	*9*	*4*	*2*
Autres	7	22	42	52	58	146	162
Autres (%)	*11*	*25*	*26*	*19*	*21*	*29*	*28*

Sources : *Cours authentique et officiel de la Bourse de Paris*, 20 janvier 1845, 25 avril 1863, 30 décembre 1871, 31 décembre 1880, 30 décembre 1890, 29 décembre 1900 et 27 décembre 1913.
Note : le décompte inclut la deuxième partie de la cote.

TABLE 3.B.2 – Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées en Coulisse, 1873–1913

Date	1873	1880	1890	–	1899	1913
Total	29	103	112	–	118	236
Banques, assurances	17	24	36	–	14	10
Banques, assurances (%)	*59*	*23*	*32*	–	*12*	*4*
Chemins de fer, tramways	2	7	9	–	12	14
Chemins de fer, tramways (%)	*7*	*7*	*8*	–	*10*	*6*
Métallurgie, mines	2	21	16	–	41	92
Métallurgie, mines (%)	*7*	*20*	*14*	–	*35*	*39*
Gaz, eaux	0	7	7	–	11	2
Gaz, eaux (%)	*0*	*7*	*6*	–	*9*	*1*
Électricité	0	0	0	–	1	14
Électricité (%)	*0*	*0*	*0*	–	*1*	*6*
Chimie	1	2	2	–	4	8
Chimie (%)	*3*	*2*	*2*	–	*3*	*3*
Ponts, canaux et bateaux	2	4	2	–	0	3
Ponts, canaux et bateaux (%)	*7*	*4*	*2*	–	*0*	*1*
Autres	5	38	40	–	35	93
Autres (%)	*17*	*37*	*36*	–	*30*	*39*

Sources : *Cote de la Bourse et de la Banque*, 18 décembre 1873, 31 décembre 1880 et 31 décembre 1890 ; *Cote du marché des banquiers en valeurs au comptant*, lundi 9 janvier 1899 ; Bozio (2002, annexe E4) pour 1913. Le changement de sources est matérialisé par les symboles « – ».
Notes : Le changement de sources utilisées est également lié à une rupture « conceptuelle » à propos du fonctionnement de la Coulisse. À partir de 1899, elle s'organise sous la forme de deux Syndicats – un pour les négociations à terme, l'autre pour le comptant –, met en place une procédure d'admission à la cote et publie une cote « officielle ».

TABLE 3.B.3 – Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Lyon, 1843–1913

Année	1843	1845	1863	1871	1880	1890	1900	1913
Total	34	77	83	58	80	115	210	505
Banques, assurances	3	3	10	8	16	16	14	20
Banques, assurances (%)	*9*	*4*	*12*	*14*	*20*	*14*	*7*	*4*
Chemins de fer, tramways	1	11	7	4	5	9	37	53
Chemins de fer, tramways (%)	*3*	*14*	*8*	*7*	*6*	*8*	*18*	*10*
Métallurgie, mines	10	9	29	21	25	35	56	107
Métallurgie, mines (%)	*29*	*12*	*35*	*36*	*31*	*30*	*27*	*21*
Gaz, eaux	7	39	13	13	18	31	39	58
Gaz, eaux (%)	*21*	*51*	*16*	*22*	*23*	*27*	*19*	*11*
Électricité	0	0	0	0	0	0	7	38
Électricité (%)	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*3*	*8*
Chimie	0	0	0	0	1	2	7	33
Chimie (%)	*0*	*0*	*0*	*0*	*1*	*2*	*3*	*7*
Ponts, canaux et bateaux	11	11	14	5	7	7	4	7
Ponts, canaux et bateaux (%)	*32*	*14*	*17*	*9*	*9*	*6*	*2*	*1*
Autres	2	4	10	7	8	15	46	189
Autres (%)	*6*	*5*	*12*	*12*	*10*	*13*	*22*	*37*

Sources : *Le Télégraphe*, 16 août 1843 ; *Bourse de Lyon. Cours des valeurs industrielles*, 20 janvier 1845 reproduit dans Genevet (1890, p. 291) ; *Le Salut Public*, 25 avril 1863 ; *Cote officielle de la Compagnie des agents de change près la Bourse de Lyon*, 30 décembre 1871, 31 décembre 1880, 30 décembre 1890, 29 décembre 1900 et 27 décembre 1913.
Note : le décompte pour les années 1900 et 1913 inclut la deuxième partie de la cote.

TABLE 3.B.4 – Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Bordeaux, 1845–1913

Année	1845	1846	1871	1893	1900	1913
Total	25	63	59	52	67	65
Banques, assurances	2	11	14	15	13	13
Banques, assurances (%)	*8*	*17*	*24*	*29*	*19*	*20*
Chemins de fer, tramways	1	19	15	8	12	13
Chemins de fer, tramways (%)	*4*	*30*	*25*	*15*	*18*	*20*
Métallurgie, mines	1	2	0	3	3	5
Métallurgie, mines (%)	*4*	*3*	*0*	*6*	*4*	*8*
Gaz, eaux	0	0	1	3	6	5
Gaz, eaux (%)	*0*	*0*	*2*	*6*	*9*	*8*
Electricité	0	0	0	0	2	6
Electricité (%)	*0*	*0*	*0*	*0*	*3*	*9*
Chimie	0	0	0	1	3	1
Chimie (%)	*0*	*0*	*0*	*2*	*4*	*2*
Ponts, canaux et bateaux	18	23	22	13	13	4
Ponts, canaux et bateaux (%)	*72*	*37*	*37*	*25*	*19,4*	*6*
Autres	3	8	7	9	15	18
Autres (%)	*12*	*13*	*12*	*17*	*22*	*28*

Sources : *Cours authentique des actions, obligations et autres valeurs publiques qui se négocient à la Bourse de Bordeaux*, 28 novembre 1845 et 31 décembre 1846 ; *Bourse de Bordeaux. Cours officiel*, 30 décembre 1871, 30 décembre 1893, 31 décembre 1900 et 31 décembre 1913.

TABLE 3.B.5 – Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Lille, 1871–1913

Année	1871	1880	1890	1900	1913
Total	22	46	56	99	129
Banques, assurances	6	10	11	8	11
Banques, assurances (%)	*27*	*22*	*20*	*8*	*9*
Chemins de fer, tramways	3	1	2	3	5
Chemins de fer, tramways (%)	*14*	*2*	*4*	*3*	*4*
Métallurgie, mines	11	29	32	55	60
Métallurgie, mines (%)	*50*	*63*	*57*	*56*	*47*
Gaz, eaux	1	1	2	6	5
Gaz, eaux (%)	*5*	*2*	*4*	*6*	*4*
Électricité	0	0	0	2	7
Électricité (%)	*0*	*0*	*0*	*2*	*5*
Chimie	0	0	0	0	0
Chimie (%)	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
Ponts, canaux et bateaux	0	1	1	2	2
Ponts, canaux et bateaux (%)	*0*	*2*	*2*	*2*	*2*
Autres	1	4	8	23	39
Autres (%)	*5*	*9*	*14*	*23*	*30*

Sources : *Cours authentique et officiel de la Compagnie des agents de change près la Bourse de Lille*, 30 décembre 1871, 31 décembre 1880, 31 décembre 1890, 29 décembre 1900 et 31 décembre 1913.

TABLE 3.B.6 – Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Marseille, 1871–1913

Année	1871	1880	1890	1900	1913
Total	40	51	52	84	111
Banques, assurances	9	13	10	9	16
Banques, assurances (%)	*23*	*25*	*19*	*11*	*14*
Chemins de fer, tramways	5	3	3	9	11
Chemins de fer, tramways (%)	*13*	*6*	*6*	*11*	*10*
Métallurgie, mines	6	7	7	9	10
Métallurgie, mines (%)	*15*	*14*	*13*	*11*	*9*
Gaz, eaux	3	3	3	2	1
Gaz, eaux (%)	*8*	*6*	*6*	*2*	*1*
Électricité	0	0	0	0	6
Électricité (%)	*0*	*0*	*0*	*0*	*5*
Chimie	1	2	1	2	3
Chimie (%)	*3*	*4*	*2*	*2*	*3*
Ponts, canaux et bateaux	9	8	12	18	11
Ponts, canaux et bateaux (%)	*23*	*16*	*23*	*21,4*	*10*
Autres	8	15	16	35	53
Autres (%)	*20*	*29*	*31*	*42*	*48*

Sources : *Bourse de Marseille. Cours officiel*, 30 décembre 1871, 31 décembre 1880, 31 décembre 1890, 31 décembre 1900 et 31 décembre 1913.

TABLE 3.B.7 – Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Toulouse, 1871–1900

Année	1871	1877	1900
Total	10	9	28
Banques, assurances	2	1	2
Banques, assurances (%)	*20*	*11*	*7*
Chemins de fer, tramways	6	5	8
Chemins de fer, tramways (%)	*60*	*56*	*29*
Métallurgie, mines	1	2	3
Métallurgie, mines (%)	*10*	*22*	*11*
Gaz, eaux	0	0	2
Gaz, eaux (%)	*0*	*0*	*7*
Électricité	0	1	6
Électricité (%)	*0*	*11*	*21*
Chimie	0	0	0
Chimie (%)	*0*	*0*	*0*
Ponts, canaux et bateaux	1	0	1
Ponts, canaux et bateaux (%)	*10*	*0*	*4*
Autres	0	0	6
Autres (%)	*0*	*0*	*21*

Sources : *Bourse de Toulouse. Cours authentique*, 31 décembre 1871, 31 décembre 1877 et 27 décembre 1900.
Note : le décompte pour 1900 inclut la deuxième partie de la cote.

TABLE 3.B.8 – Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Nantes, 1902–1913

Année	1902	1910	1913
Total	41	43	43
Banques, assurances	0	2	3
Banques, assurances (%)	*0*	*5*	*7*
Chemins de fer, tramways	9	6	6
Chemins de fer, tramways (%)	*22*	*14*	*14*
Métallurgie, mines	9	6	7
Métallurgie, mines (%)	*22*	*14*	*16*
Gaz, eaux	2	3	3
Gaz, eaux (%)	*5*	*7*	*7*
Électricité	1	4	5
Électricité (%)	*2*	*9*	*12*
Chimie	1	0	0
Chimie (%)	*2*	*0*	*0*
Ponts, canaux et bateaux	11	10	5
Ponts, canaux et bateaux (%)	*27*	*23*	*12*
Autres	8	12	14
Autres (%)	*20*	*28*	*33*

Sources : *Compagnie des Agents de change de Nantes. Cours authentique et officiel*, 15 février 1902, 31 décembre 1910 et 31 décembre 1913.

TABLE 3.B.9 – Dix premières capitalisations boursières de la Bourse de Lyon, 1843–1901

16 août 1843			20 janvier 1845		
Rang	Désignation	Montant	Rang	Désignation	Montant
1	Chemin de fer Lyon à Saint-Et.	15,0	1	Fonderies et forges de la Loire et d'Ard.	134
2	Banque de Lyon	6,5	2	Chemin de fer Paris-Orléans	90,2
3	Éclairage au gaz Perrache	6,1	3	Chemin de fer Paris-Rouen	75,6
4	Pont sur le Rhône	6,0	4	Chemin de fer Avignon-Marseille	37
5	Transports, Rhône-Saône	4,5	5	Hauts fourneaux d'Allevard	27,6
6	Canal de Givors	4,4	6	Chemin de fer Lyon à Saint-Etienne	18,3
7	Bateaux à vapeur Rhône	4,0	7	Banque de Lyon	7,9
8	C. lyonnaise contre l'incendie	3,9	8	Ponts sur le Rhône	7,8
9	Hauts fourneaux d'Allevard	2,5	9	Gaz de Lyon	5,1
10	Aigle	1,9	10	Compagnie lyonn. d'ass. contre l'inc.	4,1
	Total 10 premières capi.	54,6		Total 10 premières capi.	407,6
31 décembre 1882			31 décembre 1901		
Rang	Désignation	Montant	Rang	Désignation	Montant
1	Crédit Lyonnais	222,4	1	Crédit Lyonnais	500,0
2	Fonderies du Creusot	109,1	2	Fonderies du Creusot	125,7
3	Société foncière lyonnaise	93,4	3	Mines de Montrambert	72,0
4	Mines de Montrambert	69,6	4	Mines de Roche-la-Molière et Firminy	63,0
5	Mines de Roche-la-Molière	45,7	5	Aciéries de la Marine	54,4
6	Société lyonnaise de dépôts	43,8	6	Huta Bankowa	39,7
7	Mines de Blanzy	39,0	7	Mines de Saint-Etienne	38,3
8	Commentry-Fourchambault	25,8	8	Gaz de Lyon	38,1
9	Forges de Chatillon et Com.	22,8	9	Société Lyonnaise de Dépôts	37,5
10	Rue Impériale	22,4	10	Chatillon Commentry et Neuves-Maisons	35,5
	Total 10 premières capi.	693,9		Total 10 premières capi.	1004,3

Sources : Calculs des auteurs à partir des sources suivantes : 1843 : *Le Télégraphe*, 16 août 1843 ; 1845 : Genevet (1890, p. 219) ; 1882 et 1901 : CAEF, CAC Paris, B-67695 Bourse de Lyon : valeurs (1882-1913).
Notes : Pour 1843 et 1845, les dix plus importantes capitalisations boursières sont calculées en prenant en compte l'ensemble des actions admises à la cote officielle de la Bourse de Lyon. En revanche, pour 1882 et 1901, seules les « valeurs de la région lyonnaise », concept non clairement défini dans les relevés, sont considérées dans le calcul. Les capitalisations boursières sont exprimées en millions de francs courants.

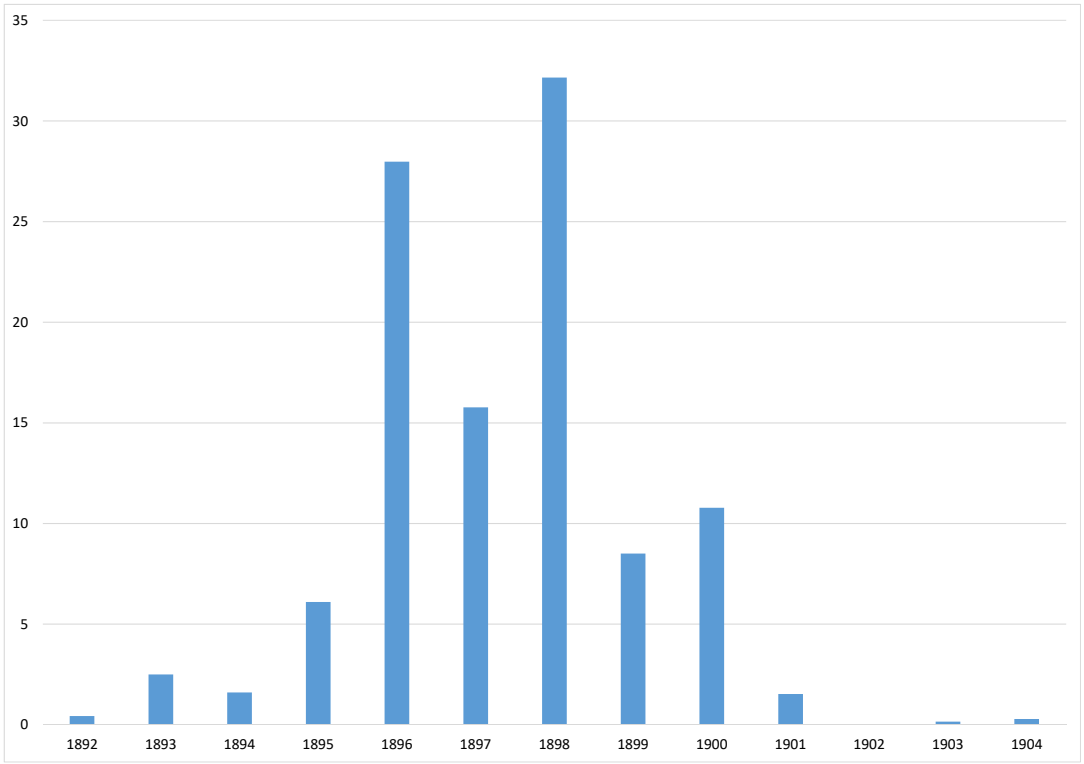
TABLE 3.B.10 – Dix premières capitalisations boursières de la Bourse de Bordeaux, 1845

Rang	Désignation	Montant
1	Chemin de fer de Bordeaux à la Teste	5
2	Banque de Bordeaux	3,15
3	Cinq Ponts	2,9
4	Forges et fonderies de la Dordogne	2,4
5	Pont de Bordeaux	2,3
6	Pont de Beaucaire	1,6
7	La Gironde (assurance maritime)	1,5
8	Pont de Cubzac	1,4
9	Quatre ponts sur la Garonne	1,28
10	Bains de Bordeaux	1

Sources : Calculs des auteurs à partir du *Cours authentique des actions, obligations et autres valeurs publiques qui se négocient à la Bourse de Bordeaux*, 28 novembre 1845.
Notes : Les capitalisations boursières sont exprimées en millions de francs courants.

3.C Graphique additionnel

FIGURE 3.C.1 – Émission d'actions par les compagnies lyonnaises de tramways



Sources : Bonzon (1893, 1895, 1899, 1901) et Compagnie des Agents de Change de Lyon (1904).
Notes : Valeur en millions de francs courants des émissions d'actions (hors actions d'apport) par les entreprises de tramways cotées à la Bourse de Lyon et dont le siège social se situe à Lyon.

Chapitre 4

Les introductions en bourse en France : caractéristiques, déterminants du choix de la place de cotation et concurrence entre bourses, 1898–1909

> Mercadet : « Voulez-vous les actions roses d'un journal qui pourrait avoir du succès s'il paraissait ? Les actions bleues d'une mine qui a sauté ? Les actions jaunes d'un pavé avec lequel on ne pouvait pas faire de barricades ? »
> Pierquin : « Donnez-m'en de toutes les couleurs ! »
>
> Balzac, *Le Faiseur*, 1840.

> The most valuable commodity I know is information.
>
> *Wall Street* d'O. Stone, 1987.

4.1 Introduction

Comment peut-on expliquer l'existence simultanée de plusieurs bourses au sein d'un même pays ? Dans les études pionnières de Stigler (1964) et Bloch & Schwartz (1978), développées ensuite notamment par Pagano (1989*b*), Chowdhry & Nanda (1991) et Di Noia (2001), la présence d'économies d'échelle et l'abaissement du coût du capital permis par l'accroissement de la liquidité tendent à aboutir à une concentration des transactions sur un marché unique. Les bourses sont alors considérées comme des monopoles naturels. Pourtant, nous constatons la coexistence simultanée de plusieurs marchés financiers à l'intérieur d'un même pays. Cette question reçoit

une grande attention, tant du côté des décideurs politiques, que dans la littérature économique récente qui intègre des éléments d'imperfection de marché, en particulier de l'information, pour rendre compte de ce phénomène (voir Gomber et al. (2017) pour une revue de littérature). Nous nous proposons d'éclairer cette question en adoptant une perspective historique et en étudiant les introductions en bourse sur les différentes places de cotation en France au tournant du XXe siècle, au cours duquel huit marchés boursiers organisés – deux à Paris, six en province – coexistent.

Il peut, *a priori*, paraître surprenant de voir la géographie jouer un rôle si important. D'une part, les moyens de communication se sont fortement développés tout au long du XIXe siècle et les bourses ont été parmi les premiers utilisateurs de ces nouvelles technologies (Field 1992, Michie 1997). Dès 1853, les Bourses de Bordeaux, Lyon et Marseille reçoivent les cours de clôture de la Bourse de Paris par télégraphe public [1]. À partir du 1er décembre 1880, un télégraphe privé est installé, entre le Palais Brongniart à Paris et le Palais du Commerce à Lyon, reliant directement les deux bourses. Il en est de même entre Bordeaux et Paris dès le 8 décembre 1881 [2]. La Compagnie des Agents de change (CAC) de Lyon calcule alors que le temps de transmission d'une dépêche entre Paris et Lyon passe de 74 minutes à « quelques minutes seulement » [3]. La capacité de transmission est également augmentée par l'emploi exclusif de ces fils à la diffusion de dépêches boursières. Paraphrasant Keynes (1919), nous pourrions écrire qu'un habitant de Lyon pouvait, en dégustant son café du matin, s'informer des cours de clôture de la veille à Paris dans la presse financière et indiquer à son agent de change d'envoyer depuis le Palais du Commerce un télégramme d'achat ou de vente de titres cotés à Paris. Enfin, dès la fin de la décennie 1880, le téléphone fait son apparition en bourse et facilite encore davantage les communications en complétant les prestations offertes par le télégraphe. D'autre part, la promulgation du décret portant règlement d'administration publique du 7 octobre 1890, suite à laquelle le ministère des Finances contraint les bourses de province à aligner leurs règlements internes sur le modèle de la Bourse de Paris et la loi du 13 avril 1898, renforçant le monopole légal du Parquet et contraignant la Coulisse à adopter une forme plus organisée, entraînent une plus grande homogénéisation des places financières françaises au cours de la décennie 1890.

Les raisons motivant une entreprise à s'introduire en bourse sont multiples (voir Ritter & Welch (2002), Eckbo et al. (2007) et Doidge et al. (2013) pour des revues de littérature). L'accès à un marché financier permet tout d'abord à une entreprise de diversifier ses sources de financement et de lever de nouveaux capitaux. En outre, il entraîne un accroissement de la liquidité des titres déjà émis. L'introduction en bourse permet également d'élargir la base actionnariale et offre aux primo actionnaires et fondateurs la possibilité de se retirer (Chemmanur & Fulghieri 1999). Pagano et al. (1998) montrent, à partir d'une étude empirique, que le principal déterminant de l'introduction en bourse est la volonté des sociétés de rééquilibrer la structure de leur capital après avoir connu une croissance élevée et d'exploiter la mauvaise évaluation par le marché de

1. Centre des Archives Économiques et Financières (CAEF), CAC Paris, Procès-verbal de l'Assemblée Générale (PV AG), 15 décembre 1853.
2. CAEF, CAC Bordeaux, PV Chambre syndicale (CS), 27 décembre 1894.
3. Archives Départementales du Rhône (ADR), CAC Lyon, PV AG, 30 avril 1879, 11 mai 1880 et 29 décembre 1880.

la valeur des entreprises de leur secteur.

Simultanément à la décision de s'introduire en bourse, se pose la question du choix de la place de cotation. Là encore, plusieurs facteurs sont à l'œuvre. Tout d'abord, la littérature étudiant les microstructures de marché insiste particulièrement sur le rôle des coûts de transaction. Selon Amihud & Mendelson (1986), lorsque les coûts de transaction sont élevés, les investisseurs exigent des rendements plus élevés, ce qui se traduit par des cours plus faibles. Ainsi, les émetteurs devraient avoir une préférence pour les marchés à faibles coûts de transaction. Analysant les sociétés éligibles à la cotation tant sur le NYSE qu'au Nasdaq, Corwin & Harris (2001) montrent que les coûts d'introduction en bourse et les coûts de transaction affectent les choix de cotation. Ainsi, les plus grandes firmes ont une probabilité plus importante d'être cotées sur le NYSE dont les coûts de transaction sont plus faibles que le Nasdaq. De la même manière, Pagano et al. (2002) montrent que les coûts de transaction d'une bourse affectent sa capacité à attirer de nouvelles cotations. Ces résultats sont cohérents avec les prédictions du modèle théorique de Foucault & Parlour (2004). Dans ce modèle, les bourses se livrent à une concurrence sur les coûts de transaction et les coûts de cotation pour attirer de nouveaux émetteurs. Le modèle prédit une relation négative entre ces deux types de coût et que les gros émetteurs ont tendance à s'introduire en bourse sur les marchés avec coûts de cotation élevés et coûts de transaction faibles.

En outre, des facteurs géographiques sont avancés dans la littérature pour rendre compte du choix de la place de cotation des firmes. En effet, en présence d'asymétries d'information, les acteurs locaux, qu'ils s'agissent d'intermédiaires financiers ou d'investisseurs, ont la possibilité de disposer d'un avantage informationnel. Puisque l'information est plus proche, il est plus facile et moins coûteux de la collecter. Inversement, les coûts d'agence sont positivement corrélés à la distance (John et al. 2011). Étudiant les systèmes financiers contemporains allemand et britannique, Klagge & Martin (2005) montrent que la décentralisation et l'existence de marchés régionaux en Allemagne accroissent l'efficience de l'allocation des investissements entre le centre et la périphérie et permettent un meilleur financement des petites et moyennes entreprises, notamment grâce à un biais domestique des investisseurs. Les marchés régionaux, s'ils sont connectés au marché central, jouent, encore aujourd'hui, un rôle important de collecte et de diffusion de l'information au niveau national. En outre, de nombreuses études depuis le papier pionnier de French & Poterba (1991), établissent l'existence d'un biais domestique dans l'allocation des portefeuilles des investisseurs. Coval & Moskowitz (1999, 2001) montrent qu'un tel biais existe même lorsque l'on considère l'allocation des portefeuilles à l'intérieur d'un même pays.

Le choix de la place de cotation peut dépendre des exigences de la bourse en matière de risques supportés et d'obligations de communication et de transparence. En effet, les émetteurs peuvent signaler leur qualité en émettant sur des marchés strictement réglementés (Cantale 1996, Fuerst 1998, Stulz 1999, Ashbaugh 2001). Ce faisant, ils attireraient davantage d'investisseurs, ce qui se traduirait par une augmentation de la liquidité et donc une baisse des coûts de transaction. Dans le modèle d'Huddart et al. (1999), les bourses se lancent dans « une course vers le haut » en termes d'exigences de communication afin d'attirer davantage de volume et de liquidité. L'effet

des obligations de communication est toutefois ambigu. En effet, d'autres émetteurs, même de bonne qualité, peuvent préférer limiter la communication autour de leur entreprise et se faire coter sur des marchés aux exigences moins élevées, en favorisant ainsi les investisseurs initiés disposant d'un avantage informationnel.

Enfin, les bourses peuvent décider d'une politique d'admission à la cote sélective de manière à limiter les contraintes de capacité. Ces dernières apparaissent lorsque la limitation du nombre des membres de la bourse, nécessaire pour gérer le risque de contrepartie, entraîne des phénomènes de congestion suite à l'accroissement des ordres et des volumes (White 2013) et peut dans certaines conditions entraîner une réduction de la liquidité offerte par le marché (Davis et al. 2007).

Nous étudions dans cet article les introductions en bourse en France et nous menons une étude empirique des déterminants du choix de la place de cotation des entreprises au cours de la période 1898-1909. Cette période correspond à un fort développement financier en France, que l'on considère le nombre de sociétés cotées ou encore la capitalisation boursière. Dans le chapitre 3, nous montrons que le nombre de sociétés cotées augmente de 44% à l'échelle nationale entre 1900 et 1913, notamment sous l'impulsion des marchés régionaux (+ 57% contre +32% pour les deux marchés parisiens). En outre, selon les estimations de Bozio (2002), le ratio capitalisation boursière / PIB atteint 55% en moyenne au cours de la décennie précédant la Première Guerre mondiale, niveau que la France retrouve seulement à la toute fin des années 1990.

Nous montrons que la majorité des introductions en bourse ont lieu à Paris ou à Lyon, première place régionale. Fruit d'une politique volontariste d'admission à la cote menée en réaction aux pressions concurrentielles de la place parisienne, le marché lyonnais domine d'ailleurs, en nombre, le marché des cotations primaires. Contrairement aux autres marchés, il parvient même à attirer des émetteurs pourtant situés à proximité d'autres bourses. Toutefois, en dehors du marché officiel de Paris, les sociétés admises pour la première fois à l'une des huit bourses françaises disposent d'un capital relativement faible. Elles sont, par ailleurs, jeunes, notamment en comparaison avec les entreprises introduites en bourse de nos jours. Notre analyse empirique montre enfin que les caractéristiques de la firme, en particulier la localisation et la taille, influencent significativement le choix de sa place de cotation. Ainsi, les entreprises à capital élevé (respectivement faible) ont davantage tendance à s'introduire à la Bourse de Paris (resp. à Lyon). En outre la distance entre le siège social de l'entreprise et la bourse est négativement corrélée avec la probabilité d'y être admis. Ces résultats suggèrent que le marché du capital demeure segmenté en France au début du XXe siècle.

Cette recherche contribue également à éclairer un pan de l'histoire financière française jusqu'alors méconnu. En effet, l'étude des sociétés cotées, notamment en province, est rendue délicate du fait de l'absence ou de la partialité des sources disponibles. Les auteurs se sont, le plus souvent, concentrés sur le marché officiel et ont, au mieux, produit des estimations pour certains marchés régionaux [4]. Nous avons tenté, dans le chapitre 3, de surmonter cette lacune en donnant des estimations de stock de titres cotés pour l'ensemble du paysage boursier en France.

4. Voir par exemple, Théry (1900*a*), Denuc (1939), Moreau-Néret (1939), Saint-Marc (1974), Hautcœur (1994), Bozio (2002), Rajan & Zingales (2003), Petit-Konczyk (2006) ou encore Hannah (2015).

Nous approfondissons et complétons ici cette recherche en nous intéressant aux flux de sociétés entrant et à leurs caractéristiques, à partir de données issues des rapports d'une commission parlementaire, dite « Commission Jaurès », et de nombreuses sources secondaires, peu ou pas utilisées jusqu'à présent. Si les émissions avant la Première Guerre mondiale à la Bourse de Paris étaient déjà renseignées par des travaux existants (Marnata 1973, Hautcœur 1994, Ducros 2011), il n'en est pas de même pour toutes les places financières françaises. Nous levons ainsi le voile sur l'une des fonctions essentielles des bourses régionales : le financement des entreprises. Notre article permet en outre d'étudier le dynamisme des différents marchés régionaux, si l'on considère que le nombre d'introductions en bourse est une mesure de l'importance des différents marchés financiers (Fama & French 2001, 2004). En prenant en compte l'ensemble des introductions en bourse au cours cette période [5], nous dépassons le biais de survie inhérent à toute étude sur le stock de sociétés. Ce biais est particulièrement fort pour certaines places de province où les taux de survie semblent être plus faibles qu'à Paris (Ducros 2012).

Nos résultats permettent, enfin, de situer le cas français dans l'histoire des systèmes financiers. En Grande-Bretagne, les marchés financiers régionaux apparaissent comme fortement spécialisés tout au long du XIXe siècle. En grande majorité, ils sont des lieux de cotation des compagnies locales de chemins de fer (Killick & Thomas 1970, Thomas 1973). Ainsi, la cote de la Bourse de Manchester, le plus important marché régional, est composée à 85% de compagnies de chemins de fer en 1870. Le nombre d'entreprises cotées sur un marché régional décline à partir de la Première Guerre mondiale et relativement au marché londonien, surtout à partir de 1900, notamment du fait de la transformation des sociétés cotées. Davantage de sociétés étrangères, de compagnies localisées à Londres et d'industries autres que les chemins de fer sont introduites en bourse, ce qui favorise le marché de Londres (Campbell et al. 2016). O'Sullivan (2007) montre qu'une augmentation du nombre de valeurs cotées sur les bourses régionales américaines a lieu dans les années 1920. Ainsi en 1930, on compte 1505 entreprises cotées sur l'une des bourses régionales. Elles sont relativement plus petites et plus jeunes que les sociétés introduites au NYSE qui impose des conditions d'admission à la cote plus sévères (Arnold et al. 1999, White 2013). Enfin, Burhop & Lehmann-Hasemeyer (2016) étudient les cotations sur les 23 bourses en Allemagne à la veille de la Première Guerre mondiale. Ils montrent que les bourses régionales tendent à admettre aux négociations des entreprises plus vieilles et plus petites que Berlin. Ces auteurs expliquent la segmentation du marché par la présence d'asymétries d'information entre les émetteurs de titres et les investisseurs et par un biais domestique, les agents économiques préférant investir sur un marché proche de chez eux.

Le reste de l'article est organisé de la manière suivante. La section 4.2 décrit l'organisation des marchés financiers français au tournant du XXe siècle et propose une analyse des principaux éléments de microstructures des bourses. Nous y présentons des hypothèses empiriques que nous examinerons à l'aide de nos données. La partie 4.3 présente notre base de données et en fournit les principales statistiques descriptives. Notre stratégie empirique de l'analyse du déterminant du choix de cotation des entreprises est présentée dans la section 4.4, ainsi que nos principaux

5. Petit-Konczyk (2012) étudie les conditions d'admission à la cote officielle de Paris à partir de plusieurs études de cas entre 1878 et 1881.

résultats. Enfin, la section 4.5 conclut.

4.2 Éléments de microstructure des bourses françaises et admission à la cote au tournant du XXe siècle

Au début du XXe siècle, on compte près de 75 bourses en France, dont 8 bourses organisées, la plupart autour d'un parquet [6] : deux à Paris, le Parquet, dit également marché officiel, et la Coulisse, ou marché en banque et 6 en province : Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nantes et Toulouse (Courtois & Vidal 1902, p.111). Si la Bourse de Paris est refondée en 1724, la création des bourses régionales, dans leur forme moderne, est plus récente et remonte au milieu du XIXe siècle : entre 1845 (Lyon) et 1868 (Nantes) (voir chapitre 2). Le cas de la Coulisse est singulier. Active depuis au moins le début du XIXe siècle, elle se formalise progressivement (Oudin & Vidal 1900). La loi du 21 mars 1884 permet aux coulissiers de se constituer en syndicats professionnnels. La réforme boursière de 1898 achève ce mouvement. Sommés d'adopter une organisation formelle, les coulissiers s'organisent autour de deux Syndicats : un pour les opérations au comptant, l'autre pour les opérations à terme. Sur le modèle des bourses officielles, la Coulisse se dote de deux Chambres syndicales, chargées de son administration. L'organisation de ces marchés diffère. Le but de cette partie est de mettre en exergue les principaux points de divergence et de formuler des hypothèses testables quant aux introductions en bourse.

4.2.1 Organisation boursière française et production des prix

Nous débutons par la transparence offerte par ces marchés, c'est-à-dire la quantité d'information disponible pour les investisseurs, en distinguant la transparence *ex ante*, ou « pré-transactionnelle », portant sur les caractéristiques des ordres boursiers, de la transparence *ex post*, ou « post-transactionnelle » faisant référence aux informations sur les transactions effectuées (Madhavan 2000, Majois 2008). Sur les marchés officiels – le Parquet et les bourses régionales –, les négociations sont menées par les agents de change, officiers ministériels dont le nombre est limité par un *numerus clausus*. Elles se déroulent autour d'une corbeille, à la vue de tous et au cours d'un temps limité (voir table 4.1). Les cotations se font à la criée, ce qui permet d'assurer une plus grande transparence *ex ante* des transactions (bien que les donneurs d'ordre ne soient pas connus).

Au contraire, la Coulisse constitue un marché de gré à gré : les transactions se déroulent sous le péristyle du Palais Brongniart à Paris de manière bilatérale entre les maisons membres des deux Syndicats. Autrement dit, la Coulisse offre un niveau de transparence pré-transactionnelle moins élevé que les bourses officielles. Elle devrait donc être préférée par les émetteurs désireux de faire bénéficier leurs investisseurs d'une plateforme plus opaque. Le nombre de membres de

6. Nous empruntons la définition d'un parquet à l'article 23 de l'arrêté concernant les Bourses de commerce du 27 prairial an X (16 juin 1802) : il s'agit d'un « lieu séparé et placé à la vue du public, dans lequel les agents de change se réuniront pour la négociation des effets publics et particuliers, en exécution des ordres qu'ils auront reçus avant la Bourse ou pourront recevoir pendant sa durée. L'entrée de ce lieu séparé, ou parquet, sera interdite à tout autre qu'aux agents de change ».

chaque Syndicat n'est pas limité [7], mais l'admission y est soumise à conditions. Les horaires de négociation en Coulisse sont, en effet, plus flexibles qu'au Parquet, notamment pour les opérations au comptant.

TABLE 4.1 – Horaire des sessions de bourse, bourses françaises, décennie 1900

Bourse	Bordeaux	Coulisse	Lille	Lyon
Horaires	10h30-11h30	Divers[a]	15h00-16h00[b]	11h00-12h30

Bourse	Marseille	Nantes	Parquet	Toulouse
Horaires	11h00-12h00	16h15-16h45	12h00-15h00	10h00-11h00

Notes : *a* : si l'horaire pour les transactions à terme est calqué sur la Bourse de Paris, plus de liberté est accordée pour les opérations au comptant ; *b* : 14h30-15h30 après octobre 1905 (Archives Départementales du Nord (ADN), CAC Lille, PV CS, 9 octobre 1905).

À l'issue de chaque séance de bourse, une « cote officielle » indiquant les cours du jour, comportant au minimum les deux prix extrêmes, sans aucune indication, toutefois, sur les volumes échangés est publiée sous les auspices des autorités dirigeantes de la bourse et participe ainsi à la transparence post-transactionnelle. Il en est de même à la Coulisse : les cours du jour sont annoncés à voix haute à la fin de la séance de bourse et constatés par une cote journalière, dont la présentation générale est similaire à celle utilisée pour les marchés officiels (Vidal 1900).

4.2.2 Tarif de courtages

Comme nous l'avons vu, les coûts de transaction peuvent être un déterminant important du choix de la place de cotation pour les entreprises. Bien qu'ils regroupent une réalité plus large [8], nous les approximons ici par les courtages perçus par les agents de change et coulissiers [9]. Ces courtages constituent la rémunération de l'intermédiaire financier chargé de rapprocher l'offreur et le demandeur de titres.

L'une des conséquences de la réforme de 1898 est l'abaissement des courtages au Parquet (décret du 29 juin 1898). Voulu par le gouvernement en contrepartie du renforcement du monopole légal du Parquet, les agents de change parisiens ne peuvent s'y soustraire, même s'ils considèrent cette décision comme « néfaste au marché et à l'intérêt général » [10]. Dans les années suivant l'application de ce décret se succèdent les plaintes des agents de change parisiens qui considèrent que l'accroissement des transactions au Parquet permis par la réforme de 1898 n'est pas suffisant pour compenser leur perte de revenus. Le ministre des Finances décide en 1901 d'augmenter à nouveau le tarif de courtages, à un niveau inférieur toutefois à celui d'avant 1898.

7. En mars 1900, on compte 85 maisons de banque membres du Syndicat des banquiers en valeurs à terme (Courtois & Vidal 1902, p. 294).

8. Depuis l'article fondateur de Demsetz (1968), une vaste littérature financière s'attache à mesurer l'ampleur des coûts de transaction qui regroupent, outre les commissions à verser aux opérateurs financiers, les coûts d'exécution, par exemple liés au *timing* de celle-ci, et les coûts d'opportunité (Collins & Fabozzi 1991).

9. Les coûts d'exécution des ordres incluent également une taxe, l'impôt sur les opérations de bourse. Les taux d'imposition sont définis au niveau national et s'appliquent à toutes les places de manière équivalente. Nous écartons donc cet élément des coûts de transaction.

10. CAEF, CAC Paris, PV AG 7 et 30 avril 1898, 12 décembre 1898.

Sur la base des décrets du 12 juillet 1901 et du 19 novembre 1894 fixant le tarif *maximum* de courtages respectivement pour le Parquet et les bourses de province, les CAC adoptent les tarifs de courtage *minimum*[11] présentés dans la table 4.2.

TABLE 4.2 – Tarif de courtages en vigueur à partir de 1901 – Transactions sur valeurs privées françaises

Valeurs	Parquet	Coulisse	Lyon	Lille
		Opérations à terme		
Action	0,10%	0,125%	0,125%	0,25%
Min.	0,25fr si V<250 ; 0,5fr sinon	0,25fr si V<50 ; 0,5fr sinon	0,50fr/titre	na
Oblig.	0,10%	0,125%	0,125%	0,25%
Min.	0,25fr si V<250 ; 0,5fr sinon	0,25fr si V<50 ; 0,5fr sinon	0,25fr/titre	na
		Opérations au comptant		
Action	0,10%	0,125%	0,25%	0,25% (a)
Min.	0,50fr/négo.	na	0,50fr/titre	na
Oblig.	0,10%	0,125%	0,125%	0,25%
Min.	0,50fr/négo.	na	0,25fr/titre	na
		Toute négociation		
Min.	na	na	1 fr	na

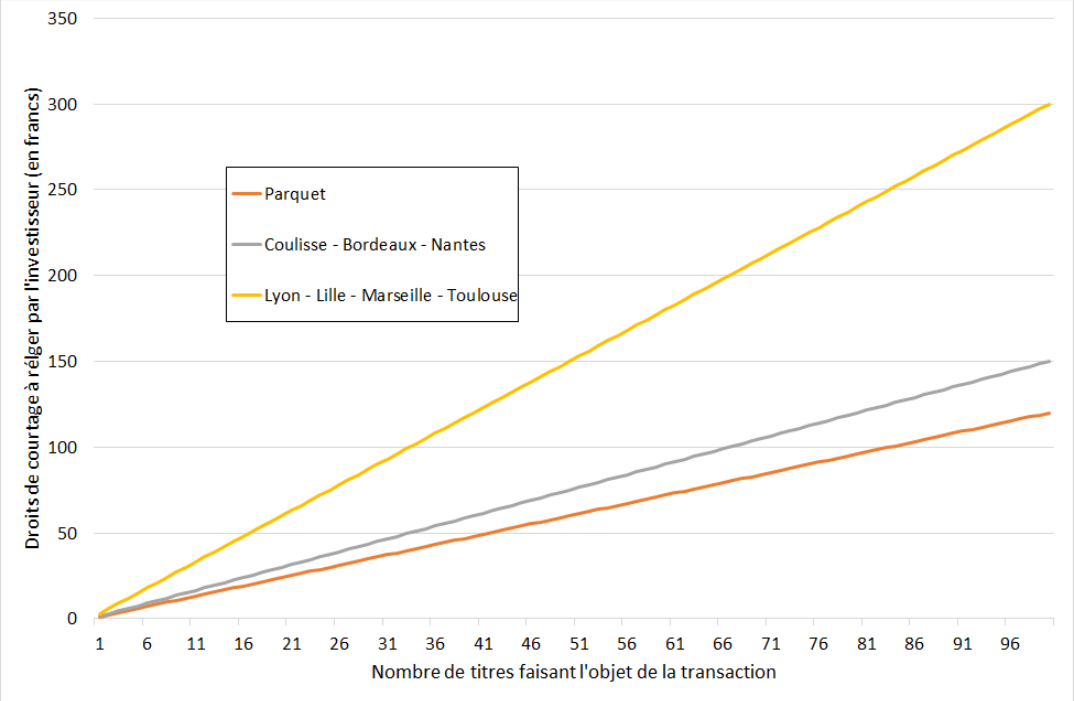
Valeurs	Marseille	Bordeaux	Nantes	Toulouse
		Opérations à terme		
Action	0,125%	0,125%	0,125%	0,1% si D ; 0,125% sinon
Min.	0,50fr/titre	0,50fr/titre	0,50fr/titre	0,50fr/titre
Oblig.	0,125%	0,125%	0,125%	0,1% si D ; 0,125% sinon
Min.	0,50fr/titre	0,50fr/titre	na	0,50fr/titre
		Opérations au comptant		
Action	0,25%	0,125%	0,125%	0,25%
Min.	0,50fr/titre	0,25fr/titre	na	na
Oblig.	0,25% (b)	0,125%	0,125%	0,25%
Min.	0,50fr/titre	0,25fr/titre	na	0,25fr si V<150 ; 0,5fr sinon
		Toute négociation		
Min.	1 fr	1 fr	1 fr	1 fr

Sources : Decoubu (1900), Dubois (1900*c*), Garreau (1910) et CAEF, CAC Paris, B-67641, Tarif des droits de courtage à la Bourse de Paris et dans les bourses de province.
Légende : Sauf indication contraire, le pourcentage porte sur le montant de la transaction. V désigne le cours du titre. Ainsi, « 0,25fr si V < 250 » se lit 0,25 fr. de courtage pour les titres dont la valeur est inférieure à 250 fr. ; D signifie « valeurs soumises à double liquidation mensuelle ». « na » renvoie au cas où l'information n'est pas disponible. Nous pouvons supposer qu'il s'agit alors de cas non prévus dans le tarif de courtages local.
Notes : (a) taux réduit à 0,125% pour les actions du Crédit du Nord ; (b) Exception pour les obligations 3% de chemins de fer français ou étrangers soumis à un courtage fixe de 0,625 franc par titre.

Le tarif de courtages du Parquet décidé le 22 juillet 1901, en réalité similaire à celui du décret de 1901, est le plus abordable. Il est plus coûteux pour un investisseur d'opérer sur les bourses régionales. Enfin, la Coulisse se trouve dans un état intermédiaire en affichant en moyenne des tarifs légèrement plus élevés que le Parquet. Le graphique 4.1 représentant les frais liés à l'achat ou à la vente d'actions d'une valeur de 1200 francs montre l'inégalité en défaveur des bourses de province[12]. Acheter au comptant une action de 1200 francs revient à payer 1,2 franc de courtage au Parquet, 1,5 franc en Coulisse et à Bordeaux et 3 francs sur les autres places régionales. Pire,

11. Les CAC interdisent formellement aux agents de change d'accorder des remises à leurs clients, hormis celles prévues par leurs règlements internes, c'est-à-dire les remises faites aux banques, aux agents de change des autres places et autre « remisiers », sous peine de fortes amendes. En revanche, les coulissiers ont la possibilité d'accorder des remises à tous leurs clients jusqu'à la décision du Syndicat des banquiers en valeur à terme du 27 mars 1909.
12. La CAC de Lyon se plaint régulièrement de cette inégalité et la rend en partie responsable de la « migration

FIGURE 4.1 – Exemple de droits de courtages à acquitter pour l'achat d'actions, comparatif national



Sources : Voir table 4.2.
Notes : on considère ici l'achat (ou la vente) au comptant de x actions valant 1200 francs. En abscisses, le nombre d'actions faisant partie de la transaction, x, est représenté. x varie entre 1 et 100, ce qui équivaut à une transaction comprise entre 1200 et 120.000 francs. En ordonnées figurent les frais de courtage supportés par l'investisseur. Nous supposons le cas le plus simple, à savoir celui où l'investisseur s'adresse directement à son intermédiaire financier (agent de change ou coulissier) et que celui-ci exécute l'ordre sur « sa » place financière.

cet écart croît avec la valeur de la transaction : acheter au comptant 50 de ces actions coûte 60 francs au Parquet, 75 francs en Coulisse et à Bordeaux et 150 francs ailleurs, soit quasiment le triple que sur le marché officiel (voir graphique 4.1) ! Les émetteurs ont donc intérêt à s'introduire au Parquet et dans une moindre mesure, en Coulisse et à Bordeaux s'ils veulent faire bénéficier leurs investisseurs de coûts de transaction plus faibles, comme le prédit la littérature sur la microstructure des marchés financiers (Corwin & Harris 2001, Foucault & Parlour 2004).

4.2.3 Admission à la cote

Au cours de la Belle Époque, l'admission à la cote relève d'une décision conjointe de la bourse et de l'entreprise émettrice [13]. Les bourses ont toute liberté pour refuser l'admission à la cote d'une valeur émise par un émetteur privé et usent régulièrement de ce droit. Le processus d'admission à la cote est en effet au cœur d'une tension pour les bourses. D'une part,

de ses meilleures valeurs locales » vers le Parquet et de la concentration sur ce marché des ordres de la province (ADR, CAC Lyon, PV AG, 23 décembre 1902, 22 décembre 1903 et 21 décembre 1905).

13. Cela contraste avec l'après Seconde Guerre mondiale où le choix de la place de cotation est décidé unilatéralement par le Comité des Bourses en fonction l'emplacement du siège social de la société ou de la plus grande partie de l'actionnariat (voir les décisions des séances du Comité des Bourses de Valeurs du 4 décembre 1945 et 8 mars 1946).

l'augmentation du nombre de valeurs négociables est susceptible d'attirer davantage d'investisseurs et donc d'accroître la liquidité du marché financier et d'élargir la surface de la bourse [14]. D'autre part, néanmoins, l'admission de titres génère des coûts supplémentaires pour les bourses et peut entraîner des phénomènes de congestion liés à l'encombrement « physique » des espaces de négociation et aux contraintes de capacité auxquelles elles font face [15].

Dans la majorité des cas, la demande d'admission à la cote incombe à l'entreprise requérante [16]. Celle-ci dépose un dossier auprès de l'instance dirigeante de la bourse souhaitée : la Chambre syndicale. Cette dernière examine le dossier d'admission [17], éventuellement avec l'aide d'un juriste. Les Chambres syndicales sont également susceptibles d'exiger tout renseignement ou justification complémentaires jugés utiles, tant pour les marchés officiels que pour la Coulisse, dont le fonctionnement à cet égard est très similaire à celui des marchés officiels (Périé 1915, p. 221–240). En un mot, le but de ces vérifications est d'attester la validité de l'existence légale de la société, c'est-à-dire de sa conformité au Code de Commerce et de la publicité donnée à l'émission conformément à la loi de 1907 [18].

Deux textes confèrent et délimitent le pouvoir des Chambres syndicales en matière d'admission à la cote : leur règlement propre (cf. annexe 4.A) et l'arrêt de la Cour de Cassation du 4 décembre 1877. Ce dernier confirme le jugement du Tribunal civil de la Seine du 24 juillet 1875 et reconnaît formellement la responsabilité de la Chambre syndicale en matière d'admission à la cote. Reconnue coupable de ne pas avoir vérifié le versement intégral du capital social de la Compagnie du chemin de fer Memphis-El-Paso avant l'admission à la cote d'obligations hypothécaires, la Chambre syndicale de la Bourse de Paris a été condamnée à dédommager les porteurs

14. À l'aide d'un modèle de microstructures de marché avec asymétries d'information, Baruch & Saar (2009) montrent, par exemple, que la liquidité des titres déjà cotés augmente lors d'une nouvelle admission sur ce marché.

15. La question de « l'encombrement » du Palais Brongniart est régulièrement débattue au sein de la CAC de Paris. Suite à la réforme de 1898, deux groupes de négociations tenus par les commis principaux d'agents de change sont ouverts pour soulager la Corbeille principale. Devant le fort accroissement des volumes consécutif à la réforme de 1898, des travaux d'agrandissement sont effectués au Palais Brongniart à partir de 1901 et de nouveaux groupes de négociations sont créés (CAEF, CAC Paris, PV AG, 19 décembre 1898, 17 décembre 1901, 17 avril 1905, 24 mars 1906 et 6 avril 1911). À la veille de la Première Guerre mondiale, il est même question de transférer la Bourse de Paris au Palais Royal, offrant davantage d'espace que le Palais Brongniart (Hautcœur & Riva 2012). Sur l'aménagement physique du Palais Brongniart, voir l'annexe 4.E.

16. Le dossier d'admission est parfois présenté directement par la banque de la société émettrice. Le rôle des banques et établissements de crédit dans le processus d'introduction en bourse au cours de cette période est discuté dans Baldy (1922) et Ducros (2012).

17. Celui-ci comporte généralement les pièces suivantes (Périé 1915, p. 156–160) : un exemplaire des statuts ; les pièces constitutives de la société (expédition notariée de l'acte de déclaration de souscription du capital et de versement effectué sur les actions, la liste des souscripteurs, les procès-verbaux des assemblées générales constitutives, une copie du rapport des commissaires chargés de vérifier le montant des apports) ; la preuve de la publication donnée aux émissions au titre de la loi du 30 janvier 1907 (le cas échéant) ; un spécimen des titres ; la copie des comptes-rendus des dernières assemblées générales et des bilans (s'ils existent) ; un engagement de la compagnie à fournir les futurs comptes-rendus d'assemblées générales ; le nom d'un établissement bancaire chargé du service des titres et des coupons.

18. Dans le but de protéger la « petite épargne », notamment à la suite de l'affaire Rochette, le gouvernement décide d'organiser la publicité des émissions et de la circulation des valeurs mobilières, une proposition déjà discutée au Sénat en 1884 (Chasseriau 1898). L'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907 concerne « l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché, en France, d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de sociétés françaises ou étrangères, [...] en ce qui concerne ceux de ces titres offerts au public ». Il prévoit l'insertion dans le *Bulletin des annonces légales et obligatoires* d'une notice comprenant des renseignements utiles sur l'entreprise et l'émission de titres (Wahl 1907).

de ces titres pour qui la décision d'admission à la cote officielle a été un élément décisif dans leur investissement (Siegfried & Lévy 1890, Waldmann 1910) [19]. Responsables de l'admission des valeurs, les Chambres syndicales sont, selon l'expression consacrée, « maîtresses de la cote ».

La Bourse de Lyon constitue, en matière d'admission à la cote, un cas particulier. Cette politique doit beaucoup aux vues de l'un ses agents de change, Abel Waldmann. Docteur en droit, il développe une interprétation particulière de l'article 76 du Code de commerce selon laquelle l'admission à la cote officielle est la prérogative de l'agent de change et non de la Chambre syndicale (Waldmann 1888, 1904). Devenu agent de change en octobre 1895, il tente d'imposer son interprétation, tout d'abord, en protestant lorsque qu'un prix fait par lui n'apparaît pas sur la cote officielle [20], ensuite en négociant des valeurs non officiellement admises à la cote [21]. En 1899, l'élection de Waldmann comme adjoint au Syndic marque l'adhésion de la CAC de Lyon à sa vision. Ainsi, chaque agent de change peut faire coter une valeur après s'être assuré que celle-ci était légalement constituée. Les agents de change, au premier rang desquels figure A. Bonzon, auteur des premiers annuaires boursiers lyonnais [22], se muent alors en véritable rabatteurs d'affaires : ils dénichent des valeurs et les inscrivent à la deuxième partie de la cote, segment de marché tout spécialement prévu par l'article 80 du décret de 1890.

L'examen des procès-verbaux des réunions des Chambres syndicales statuant sur les demandes d'admissions à la cote, disponibles pour le Parquet et les Bourses de Lyon, Lille et Bordeaux (partiellement), se révèle instructif [23]. La Chambre syndicale de la Bourse de Paris est, semble-t-il, la plus sélective en matière d'admission à la cote. Tout d'abord, l'arrêt de la Cour de Cassation de 1877 reste dans les mémoires et pousse la Chambre syndicale à une prudence parfois excessive, ainsi que le soulignent Siegfried & Lévy (1890, p. 23) : « il est résulté de cette jurisprudence que les Chambres syndicales d'agents de change, au lieu d'être disposées à ouvrir la cote au plus grand nombre de valeurs possible et à encourager par conséquent les transactions, tremblent chaque fois que l'on leur soumet le dossier d'une affaire nouvelle, hypnotisées toujours par le souvenir de cette condamnation et par la crainte fort naturelle de subir de nouvelles pertes analogues aux précédents ». En outre, au-delà des recommandations fixées dans les textes, la Chambre syndicale de Paris exige au cours de la décennie 1890 que le capital social des entreprises candidates soit d'au moins 2 millions de francs [24], sans doute dans

19. En revanche, une Chambre syndicale ne peut être tenue pour responsable de la non-conformité dans la formation d'une entreprise si celle-ci est cachée au moment de la procédure d'admission à la cote. Voir par exemple les jugements de la Cour d'Amiens du 13 juillet 1887 concernant l'admission à la cote de Paris des actions et obligations du Crédit Foncier Suisse et du Tribunal civil de Lyon du 25 juin 1887 concernant l'admission en bourses de Paris et de Lyon des actions de la Banque de Lyon et de la Loire (Waldmann 1910, p. 589-590).

20. ADR, CAC Lyon, PV CS, 5 juin 1897.

21. Devant son insistance, la Chambre syndicale de Lyon se renseigne auprès de son homologue parisienne qui lui conseille de rester ferme et de se conformer aux règlements en vigueur (ADR, CAC Lyon, PV CS, 12 mai 1898).

22. À l'occasion de la présentation de son successeur, le Syndic de la CAC de Lyon dit de Bonzon : « par son initiative, toujours en éveil, notre marché s'est enrichi de nombre de valeurs qui, sans lui, n'auraient pas acquis droit de cité sur notre place » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 24 mars 1902).

23. Les Chambres syndicales, si elles organisent une publicité autour des valeurs admises à la cote, par exemple au travers des *Décisions et avis de la Chambre syndicale* pour la Bourse de Paris, ne publient pas la liste des sociétés refusées, au grand dam de certains économistes contemporains (Neymarck 1890).

24. Ainsi, la candidature à l'admission de la Société anonyme de Granits et de Porphyres des Vosges est, par exemple, repoussée au motif d'un capital social trop faible (CAEF, CAC Paris, PV CS, 20 mai 1893).

le but de ne pas surcharger davantage le marché parisien. On trouve dans les comptes-rendus des réunions des Chambres syndicales des places de province des éléments similaires, sans toutefois qu'un seuil soit clairement défini [25]. Par ces décisions, les Chambres syndicales veillent à éviter la congestion du marché d'une part et toute manipulation sur les cours due à un faible nombre de titres, d'autre part. Ce motif de refus apparaît moins régulièrement à partir de la fin de la décennie 1890. Il faut sans doute y voir un relâchement des conditions imposées par les Chambres syndicales, suite notamment à la création de la deuxième partie de la cote par le décret du 7 octobre 1890. Ce segment de marché est mis en place notamment pour favoriser les conditions de financement des petites entreprises, non éligibles par nature à une cotation aux marchés officiels, et pour assurer une liquidité, même minime, à leurs titres. Il semblerait que cette deuxième partie de la cote soit davantage utilisée après la réforme de 1898, notamment dans les marchés de province. Elle leur permet d'admettre aux négociations des valeurs qui ne satisfont, selon elles, les critères pour figurer sur la partie officielle de la cote. Par exemple, le 26 avril 1900, la Chambre syndicale de Lyon n'accepte l'admission des actions de la société Le Sinocycle qu'à la seconde partie de la cote étant donné la faiblesse du capital de cette compagnie (400 000 francs) [26]. À Bordeaux, la deuxième partie de la cote est utilisée également pour l'acclimatation de nouvelles valeurs : ainsi, en mars 1893, les titres de la Compagnie des Eaux de Bayonne se voient refuser la première partie de la cote, puisque la société n'a pas encore accompli un exercice comptable plein [27].

Au Parquet, comme en Coulisse, l'admission à la cote est gratuite. En revanche, certaines bourses de province, au grand désespoir du ministère des Finances, perçoivent des frais d'admission et/ou du maintien des titres à la cote. C'est le cas de la Bourse de Lyon jusqu'en 1897. Dans une lettre du 5 novembre 1897 adressé au Syndic de la CAC de Lyon, le préfet du Rhône s'indigne contre cette pratique écrivant que « la perception d'un droit pour ce service [l'admission aux négociations en bourse], qui est d'intérêt général, ne saurait être admise ». La Chambre syndicale de Lyon justifie la perception de ce droit de 200 francs pour chaque admission de nouvelle société par les frais occasionnés : recours à un avocat-conseil pour s'assurer de la conformité de la société, frais de publicité et de correspondance, etc. [28]. Mais elle finit par se ranger aux observations du préfet et décide de supprimer la perception de ce droit. En revanche, la Bourse de Toulouse demande 20 francs par an et par émetteur. À Marseille, il n'existe pas de règle précise, les « frais d'étude et de droits d'admission » à la cote variant de 200 francs et 1500 francs par émetteur [29]. Nous n'avons pas d'informations concernant les pratiques à Bordeaux,

25. Par exemple, le 13 avril 1881, la Chambre syndicale de Lyon refuse d'admettre à la cote les actions de la société des Forges et ateliers de la Chaléassière dont le capital, atteignant 2,5 millions de francs, est considéré comme « minime » (ADR, CAC Lyon, PV CS Lyon, 13 avril 1881). Pour les mêmes raisons, le 23 novembre 1887, la Chambre syndicale repousse la demande d'admission à la cote de la société des Mines de la Perronière (ADR, CAC Lyon, PV CS, 23 novembre 1887). La Chambre syndicale de Lille refuse en 1904 l'admission des titres de la Compagnie française des Fourrages Pressés et des Pulpes Séchées dont le capital ne s'élève qu'à 300.000 francs et en 1908 l'inscription à la cote des actions de la Grande Brasserie Coopérative Villars en raison d'un nombre insuffisants de titres émis (ADN, CAC Lille, PV CS, 22 octobre 1904 et 29 septembre 1908).
26. ADR, CAC Lyon, PV CS, 23 avril 1900.
27. CAEF, CAC Bordeaux, PV CS, 1er mars 1893.
28. ADR, CAC Lyon, PV CS, 8 novembre 1897.
29. Extrêmes constatés sur la période 1898–1909 (CAEF, CAC Marseille, PV CS, 1898–1909).

Lille et Nantes. Nous pouvons toutefois supposer que ces dispositions particulières étaient rares ou du moins limitées, car le ministère des Finances s'élevait contre elles. Une particularité du modèle de Foucault & Parlour (2004) ne semble ainsi pas s'appliquer à notre cas historique : en effet, on observe ici une corrélation positive entre coûts de transaction et coûts d'admission à la cote.

Comme nous l'avons souligné, l'introduction en bourse procède d'un appariement entre une place boursière et une entreprise. Compte tenu du grand nombre de sociétés introduites en bourse au cours de la Belle Époque, il n'est pas envisageable d'étudier de manière systématique les motivations poussant chaque firme à s'introduire sur le marché. Une plongée dans les archives des entreprises introduites ne serait réalisable que pour une poignée d'entre elles, ce qui entrainerait, en outre, un biais de survie important. Il est toutefois possible d'aborder cette question à partir de sources indirectes. Ainsi, les contemporains évoquent des motifs pour l'introduction en bourse proches de ce que l'on constate aujourd'hui. L'admission à la cote est utile pour accroître la liquidité des titres émis par la société introduite, génère une plus forte réputation [30] et permet d'élargir la base actionnariale, ce qui facilite les augmentations de capital et les émissions d'obligations (Ribière 1913). La littérature est, en revanche, moins prolixe sur la question du choix de la place de cotation. Un modèle de décision « hiérarchique » est suggéré, toutefois, pour différencier le Parquet de la Coulisse, voire des places régionales [31]. En effet, selon Decugis (1913, p. 284) : « l'introduction d'une valeur nouvelle et encore inconnue du public est souvent plus facile, lorsqu'elle est faite sur le marché libre [il s'agit ici de la Coulisse]. Les banquiers-coulissiers, qui ne sont pas assujettis à une réglementation légale étroite comme le sont les agents de change, ont en effet plus de facilités pour écouler des titres nouveaux et leur créer un marché ». La Coulisse est dans cette vision considérée comme un marché junior, stage préalable à l'admission au Parquet [32].

4.2.4 Formulation d'hypothèses testables empiriquement

Il découle de cette caractérisation de l'organisation boursière en France au cours de la Belle Époque et de la revue de littérature citée en introduction plusieurs hypothèses non exclusives que l'on testera dans la suite de cet article :

— H1. Segmentation géographique du marché financier français : la distance entre le siège social de la société et la bourse considérée est négativement corrélée à la probabilité d'être introduit sur cette même place, du fait de la présence d'asymétrie d'information entre l'émetteur et les opérateurs boursiers et/ou les investisseurs et d'un éventuel biais « local » dans la composition des portefeuilles.

30. Ce point est particulièrement vérifié pour les marchés officiels. En effet, l'admission à une cote officielle confère un sentiment de sécurité aux investisseurs, bien que les Chambres syndicales se défendent de juger les valeurs sur leurs performances potentielles (Théry 1900*b*).

31. La migration des valeurs des bourses régionales vers le Parquet se développe fortement à la fin du XIXe siècle et est régulièrement pointée comme l'un des facteurs fragilisant les marchés de province (voir, par exemple, Pardes (1933, p. 139–140)).

32. Un parallèle peut être dressé ici avec la typologie contemporaine de Posner dans laquelle certains marchés, tels que le Nasdaq ou encore l'*Alternative Investment Market* (AIM), sont considérés comme des *feeders*, c'est-à-dire fournisseur (littéralement « nourrisseur ») du marché principal (Posner 2009).

— H2. Modèle hiérarchique : la littérature sur les microstructures prédit que les sociétés au capital le plus élevé ont d'autant plus de chance d'être admise sur les marchés boursiers avec les coûts de transaction les plus faibles, à savoir dans notre cas précis le marché officiel de Paris et, dans une moindre mesure, la Coulisse et les Bourses de Bordeaux et de Nantes.
— H3. Segmentation fondée sur les exigences des bourses : la Chambre syndicale de la Bourse de Paris est, semble-t-il, l'autorité la plus sévère en termes de production d'information par les émetteurs. Elle exige en particulier la production d'un bilan avant l'introduction en bourse. Il est donc possible de supposer que les sociétés introduites au Parquet sont en moyenne plus âgées, toutes choses égales par ailleurs.
— H4. Segmentation liée aux comportements stratégiques des bourses : bien que la Bourse de Paris soit le marché le plus liquide et celui avec les coûts de transaction les plus faibles, il est possible que celle-ci n'accueille pas un nombre élevé de cotations primaires du fait de présence de contraintes de capacité. Dans le même temps, la Bourse de Lyon devrait attirer davantage d'émetteurs du fait de sa stratégie de différenciation et de sa politique particulière d'admission à la cote.

4.3 L'affaire Rochette, la Commission Jaurès et les admissions en bourse

4.3.1 Henri Rochette, le « dernier escroc de la Belle Époque »

Selon les mots de Guilleminault & Singer-Lecocq (1975, p. 309), Henri Rochette est « le dernier escroc de la Belle Époque et le premier des Années folles ». Fondateur d'un établissement bancaire en 1904, la Société générale du crédit minier et industriel, et de neuf sociétés, notamment minières, entre 1905 et 1909, Rochette est en effet reconnu coupable par le Tribunal correctionnel de Paris le 27 juillet 1910 d'opérations financières frauduleuses, allant de la majoration des apports à la production de bilans frauduleux en passant par la distribution de dividendes fictifs[33]. Au fil de la création de ses sociétés, il met en effet sur pied un véritable schéma de Ponzi où les nouvelles émissions de titres servent à financer les dividendes, fictifs, versés aux primo actionnaires. Jeanneney (1981) estime à 120 millions de francs le montant total des titres émis par les sociétés de Rochette.

Ce dernier utilise alors une publicité effrénée pour diffuser ses titres au sein du public, que ce soit dans ses organes de presse propres, *La Finance Pratique* et le *Bulletin Financier de la Banque Franco-Espagnole* ou bien dans d'autres journaux comme *L'Action*, *Le Rappel* ou encore *Gil Blas*, profitant ainsi de « l'abominable vénalité de la presse » française[34]. En 1907, le seul

33. La liste des infractions commises par Rochette est si vaste que, selon un avocat contemporain, il a sa place dans un traité portant sur l'escroquerie : « Rochette représente l'escroc financier tel que la vie moderne en produit, mais son activité prodigieuse, son audace, son art de persuader et d'entraîner la foule, l'ont mis au premier rang. Il emploiera et il répétera toutes les manœuvres frauduleuses qui servent à lancer les mauvaises affaires et on trouverait dans son dossier de quoi illustrer toute la théorie de l'escroquerie dans les sociétés par actions » (Jacquemont 1913, p. 208).
34. Pour reprendre l'expression de Raffalovitch (1931). Sur ce thème, voir notamment Martin (2006), Bignon

Crédit Minier et Industriel dépense plus de 1,5 million de francs en publicité et près des 500 000 francs entre le 1er janvier et le 21 mars 1908, notamment pour accompagner la souscription des actions de préférence de la société Buissons Hella, dernière née du groupe Rochette. Ce dernier chiffre représente à lui seul environ 10% du montant attendu des souscriptions [35] ! Rochette n'hésite pas également à attribuer des cours totalement fictifs à certaines valeurs de son groupe et à les publier dans *La Finance Pratique* parmi les cours de valeurs véritablement cotées [36], trompant ainsi le public sur la négociabilité des titres de son groupe, ainsi que sur l'authenticité de ces cours.

Rochette est arrêté le 21 mars 1908, suite à la plainte de Louis Lépine, préfet de Police, agissant, semble-t-il sur l'ordre direct de Clemenceau, président du Conseil. Afin de faire la lumière sur « les circonstances qui ont préparé, précédé, accompagné ou suivi l'arrestation du financier Rochette », une commission d'enquête parlementaire est constituée le 11 juillet 1910 avec, à sa tête, Jean Jaurès [37]. Outre le volet strictement politique du scandale, la commission cherche à comprendre par quels mécanismes un homme a pu léser autant d'épargnants. Protéger « l'épargne des humbles, contre toutes les manœuvres, toutes les improbités, toutes les ruses qui la guettent » [38] suppose de débusquer d'éventuels autres « faiseurs » et d'évaluer les pertes subies par les investisseurs au cours des années précédentes. Pour cela, la commission demande à consulter les livres comptables des coulissiers, mais se heurte au secret professionnel [39] et cherche donc à connaître l'ensemble des valeurs émises sur le marché français et admises en bourse au cours des 20 années précédentes et l'évolution de leurs cours, et ce bien que seules deux sociétés apparentées à Rochette aient été cotées en Coulisse et aucune sur un marché officiel à Paris ou en province. Toutefois, devant l'ampleur des recherches à effectuer, il est convenu de réduire ce délai et de se concentrer sur les 12 dernières années [40]. Les relevés fournis par les différentes Chambres syndicales constituent le point de départ de la construction de notre base de données [41].

& Miscio (2010) et Bignon & Flandreau (2011).

35. Archives Nationales (AN), Série C, C7452, Faillite de la Société générale du crédit minier et industriel. Notes de Me Doyen expert sur la comptabilité et sur l'emploi des fonds, non datée (mars 1908 ?).

36. Ainsi, le cours de l'action du Crédit minier, tel qu'indiqué dans *La Finance Pratique*, connaît une croissance régulière entre fin mai 1905 et avril 1908 et passe de 550 à 815 francs.

37. La commission rend son rapport en 1911 et balaye les reproches formulés dans une certaine presse à l'encontre de Clemenceau et de Lépine, accusés d'avoir voulu profiter de cette affaire pour atteindre des adversaires politiques (de Folleville 1911).

38. Jean Jaurès, « Pour protéger l'épargne », *L'Humanité*, 28 juillet 1910, cité par Monier (2013).

39. AN, Série C, C7450, Procès-verbal de la Commission chargée de procéder à une enquête sur les circonstances qui ont préparé, précédé, accompagné ou suivi l'arrestation du financier Rochette, séances du 13 juillet et 16 novembre 1910.

40. AN, Série C, C7452, Lettre du ministre des Finances au Président de la Commission d'enquête Rochette, 8 décembre 1910.

41. Rochette est finalement condamné en 1912 à trois ans de prison. Cela ne clôt, toutefois, pas le volet politique de l'affaire qui culmine en mars 1914 avec l'assassinat de Gaston Calmette, directeur du *Figaro*, par Henriette Caillaux, épouse de Joseph Caillaux, ministre des Finances dans le premier gouvernement Doumergue, à qui elle reproche d'avoir publié des articles sur des pressions exercées par Caillaux pour réduire la peine de Rochette (sur cet aspect de l'affaire Rochette, outre les chapitres dans Jeanneney (1981) et Guilleminault & Singer-Lecocq (1975) déjà cités, voir Becker (2002) et Winock (2014)). Rochette parvient finalement à s'enfuir avant son incarcération avant d'être retrouvé au cours de la Première Guerre mondiale. Dans les années 1920, il est de nouveau au centre d'une affaire d'escroqueries financières. Arrêté en 1927, il se suicide en 1934 au Palais de Justice au cours de son procès en appel (Archives Préfecture de Police de Paris, BA 1253–1255 et BA 1654, Affaires Rochette).

4.3.2 Constitution de la base de données

Les relevés envoyés au ministère des Finances par les Chambres syndicales des différentes places boursières fournissent pour chaque valeur : le nom, le nombre de titres admis et le montant nominal d'un titre, l'année d'admission, ainsi que les cours annuels moyens pour la période 1898-1909 [42]. Ces relevés comprennent l'ensemble des admissions en bourse, mais ne permettent pas de distinguer entre les cotations primaires, les augmentations de capital et les multi-cotations notamment [43]. Afin de distinguer les cotations primaires des autres cas, nous avons eu recours aux cotes officielles disponibles pour cette période, ainsi qu'à différents annuaires boursiers disponibles pour notre période (voir l'annexe 4.B).

Les relevés de la Commission Jaurès comprennent au total 3109 admissions en bourse, dont 1656 admissions d'actions sur lesquelles nous en avons identifiées 741 comme étant des premières cotations d'entreprises françaises [44]. Nous avons laissé de côté les admissions d'entreprises étrangères. En effet, ces entreprises, importantes surtout pour les deux marchés parisiens, devaient être cotées dans leur pays d'origine avant de pouvoir prétendre à une cotation en France (Aubry 1912). Nous nous concentrons dans la suite de cet article sur ces 741 entreprises introduites en bourse.

Nous avons complété la base de données avec les caractéristiques des émetteurs suivantes : le secteur d'activité ; l'âge, calculé comme la différence en années entre la date d'admission en bourse et la date de constitution de l'entreprise ; le montant du capital social ; la localisation du siège social et la distance en kilomètres [45] entre le siège social et la bourse où les titres sont admis [46]. Le détail des sources utilisées est présenté dans l'annexe 4.B.

4.3.3 Statistiques descriptives

Nous débutons l'analyse de notre échantillon par une discussion des statistiques descriptives.

La valeur totale des actions admises pour la première fois en bourse en France entre 1898 et 1909 atteint près de 2,2 milliards de francs, soit 5,1% du PIB de 1909 [47] (table 4.3). À titre de comparaison, Burhop et al. (2014) calculent que 728 *initial public offerings* (IPOs) ont lieu à

42. Le compte-rendu pour le Parquet parisien est conservé aux Archives Nationales (AN, Série C, C7453), alors que les relevés pour les autres places boursières sont conservés au Centre des archives économiques et financières (CAEF, Fonds Trésor, B31142).

43. Les relevés de la Coulisse et des bourses de province excluent, toutefois, par construction l'ensemble des valeurs déjà admises préalablement au Parquet.

44. La nationalité d'une entreprise est celle fournie par les relevés de la commission Jaurès. Lorsque ces derniers n'opéraient pas la distinction entre sociétés française et étrangère, nous avons eu recours aux annuaires boursiers et avons considéré une entreprise comme française si son siège social est situé en France, suivant ainsi la pratique en vigueur à cette période (Martin-Achard 1918, p. 13-15). Malgré tous nos efforts, il ne nous a pas été possible de réunir des informations suffisantes pour 26 entreprises. Pour la grande majorité d'entre elles, il s'agit de valeurs admises en province, sans doute des compagnies à la vie relativement courte et à l'importance modeste.

45. Nous mesurons ici la distance « directe » entre deux villes. Cette mesure a l'avantage de la simplicité. La distance mesurée rigoureusement le long d'un arc a été utilisée comme alternative dans les régressions probit (voir section 4.4) sans que les résultats principaux ne soient modifiés.

46. Nous avons retenu la localisation du siège social et non du lieu d'exploitation de l'entreprise, celui-ci étant le plus souvent impossible à déterminer précisément.

47. Les données de PIB utilisées sont celles de Villa (1993). Elles sont disponibles sur le site : `http://www.cepii.fr/CEPII/fr/bdd_modele/bdd.asp` (consulté le 2 juillet 2017).

la Bourse de Londres entre 1900 et 1911 pour un montant total de 115,2 millions de livres, soit 5,3% du PIB du Royaume-Uni en 1911 [48]. Ces chiffres témoignent du dynamisme des marchés financiers français et anglais avant la Première Guerre mondiale, notamment par rapport à l'époque moderne. En effet, selon les données de Ritter [49], l'Amex, le Nasdaq et le NYSE ont été le théâtre de 1353 introductions en bourse entre 2005 et 2016, représentant un montant de 332,9 millions de dollars, soit 1,8%, seulement, du PIB américain en 2016.

Le Parquet, bien qu'au troisième rang en nombre d'introductions, attire près de la moitié des capitaux avec près de 1,1 milliard de francs, soit deux fois plus que la Coulisse. Suit la Bourse de Lyon avec 303,7 millions de francs d'actions introduites entre 1898 et 1909. Les autres bourses régionales sont de moindre importance et comptabilisent chacune moins de 100 millions de francs de premières cotations. De manière *a priori* surprenante, mais néanmoins cohérente avec l'analyse des politiques d'admission à la cote [50], le plus grand nombre de cotations primaires a lieu sur une bourse régionale : Lyon avec 264 introductions, soit 35,6% du total. Suivent les deux marchés parisiens, la Coulisse et le Parquet, avec respectivement 204 et 128 introductions. Ces chiffres suggèrent que le Parquet poursuit une politique d'admission à la cote plus sévère que la Coulisse ou le marché lyonnais. En outre, cet apparent dynamisme de la Bourse de Lyon va de pair avec l'admission à la cote de nombreuses petites sociétés : en moyenne, une admission à la Bourse de Lyon est de l'ordre de 1,15 million de francs, contre 2,68 millions pour la Coulisse et surtout 8,62 millions de francs pour le Parquet. Un test simple d'égalité de moyennes montre que les sociétés introduites à la Bourse de Paris ont une taille significativement plus importante que celles introduites en Coulisse (table 4.C.2). Les autres marchés de province jouent un rôle plus marginal, en termes d'introductions en bourse. La hiérarchie suivante se dégage : loin derrière Lyon se trouve un groupe composé de Lille et de Marseille avec respectivement 50 et 42 admissions, puis Bordeaux, Nantes et Toulouse. La valeur moyenne d'une admission pour les autres bourses de province est comprise entre 950.000 francs (Bordeaux) et 1,86 million de francs (Lille). L'image décrite par ces premières statistiques est claire : les introductions en bourse se concentrent en France autour de deux pôles, Paris et Lyon. À elles seules, ces trois bourses représentent plus de 80% des premières cotations et 89% du capital.

En outre, le nombre d'introductions semble suivre une évolution cyclique : élevé entre 1898 et 1901, avec en moyenne 71 introductions en bourse par an, il diminue et reste faible entre 1902 et 1904 où l'on enregistre en moyenne 27 premières cotations par an, puis augmente à nouveau à la fin de notre période, avec 67 cotations primaires en moyenne par an entre 1905 et 1909 (graphique 4.2). Deux points sont plus particulièrement remarquables : les introductions en Coulisse en 1899 (38) et à Lyon en 1901 (79). Le premier point s'explique certainement par la volonté de la Coulisse d'élargir le champ de sa cote, publiée pour la première fois cette même année 1899, suite à la réforme de l'organisation de la Coulisse en 1898. Par exemple, 5

48. Les données de PIB sont fournies par Mitchell (2003).

49. Ritter J., IPO Data webpage, https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/ (consulté le 16 mai 2017).

50. Hamao et al. (2009) suggèrent que le développement de la Bourse de Tokyo à partir de la fin de la décennie 1910 – le nombre de sociétés cotées est multiplié par plus de 4 entre 1915 et 1925 –, est lié à une modification de la politique d'admission à la cote similaire à celle mise en œuvre à la Bourse de Lyon.

introductions ont lieu en Coulisse dès le 9 janvier 1899. À Lyon, le pic de 1901 est lié à une accélération dans la mise en œuvre de la politique d'admission à la cote telle que théorisée par Waldmann et au premier recours systématique aux possibilités offertes par la deuxième partie de la cote. Ainsi, la Chambre syndicale de Lyon établit en mars 1899 une liste de titres « paraissant présenter les conditions de négociabilité » et décide de les admettre en masse à la deuxième partie de la cote [51].

L'observation de la valeur agrégée de ces cotations primaires confirme leur caractère cyclique (graphique 4.3). Deux années se distinguent pour le Parquet : 1905 et 1907. Ces deux pics s'expliquent par l'introduction en bourse respectivement de 5 et 3 entreprises dont le capital est supérieur à 20 millions de francs. Il s'agit pour 1905, de deux établissements financiers, une compagnie de chemins de fer, une société minière et une entreprise d'électricité et pour 1907, de deux compagnies gazières et d'une banque.

Par ailleurs, les entreprises admises en bourse au cours de la période étudiée sont relativement jeunes. En effet, en moyenne, une entreprise a 3,6 ans en moyenne au moment de son introduction en bourse. La France semble ainsi être un cas médian entre les États-Unis et l'Angleterre d'une part, et l'Allemagne d'autre part. En effet, d'après Jovanovic & Rousseau (2001), les entreprises cotées aux États-Unis avant la Première Guerre mondiale ont au moment de leur admission entre 5 et 10 ans. Selon Chambers (2011), les firmes admises à la Bourse de Londres durant la décennie 1900 ont en moyenne 16 ans. D'autre part, Burhop (2011) montre que les firmes introduites en bourse en Allemagne après 1884 ont en moyenne 2,1 années. Une nouvelle fois, nos résultats peuvent être comparés à des données contemporaines. Ritter calcule que pour les 8248 IPOs réalisés aux États-Unis entre 1980 et 2016, l'âge médian est de 8 années (contre 1,5 dans le cas que nous étudions) [52]. Des disparités existent d'une place financière à l'autre concernant l'âge des sociétés admises. Ainsi, les entreprises admises en Coulisse apparaissent, significativement à 5%, comme plus jeunes que celles admises au Parquet (table 4.C.1). Ce résultat témoigne ainsi de la volonté de la Coulisse d'admettre des valeurs le plus tôt possible. En effet, une fois les actions d'une entreprise admises sur l'un des marchés officiels, elles deviennent, en théorie, inaccessibles pour le marché en banque [53]. Cela donne, parfois, lieu à des situations exceptionnelles. Par exemple, les actions de la Société Nord-Sud de Paris sont introduites en Coulisse le 17 mai 1905, dans l'attente de l'autorisation de cotation au Parquet [54]. Finalement, la société est autorisée à figurer à la cote du Parquet à partir du 25 mai : ses actions n'auront

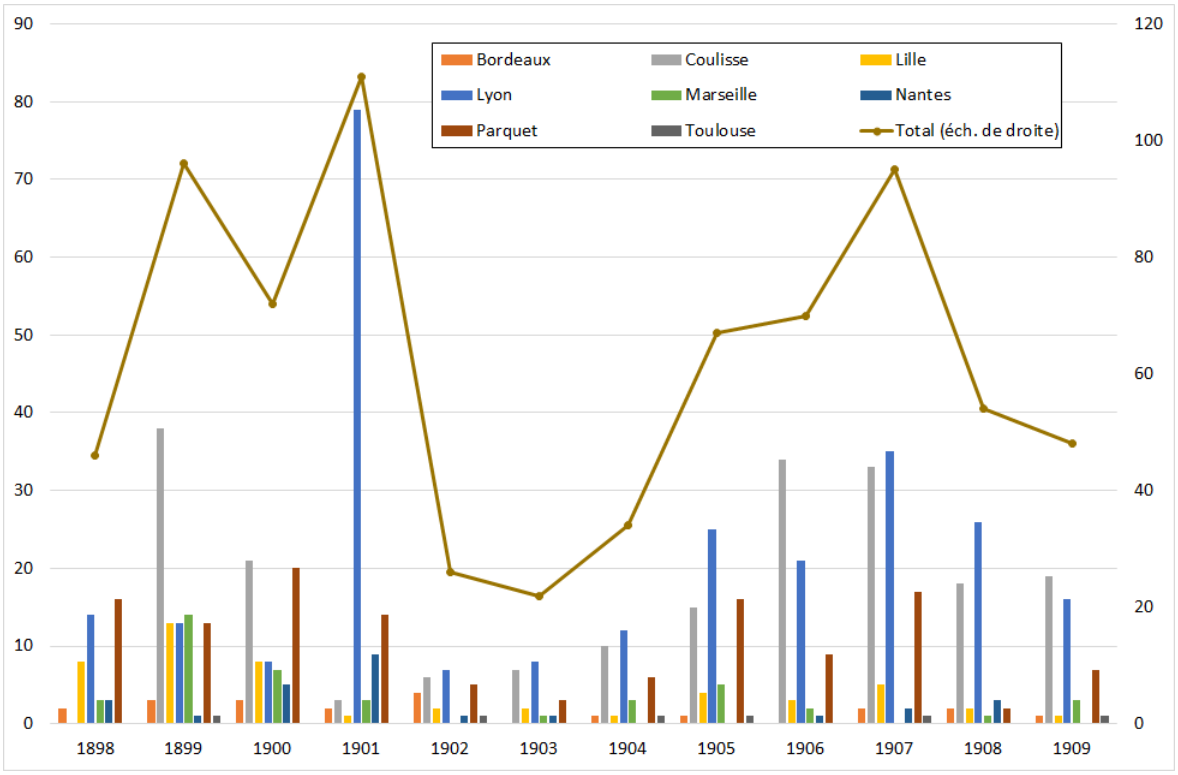
51. ADR, CAC Lyon, PV CS, 19 mars 1901.

52. Ritter J., IPO Data webpage, https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/, consulté le 11 février 2017.

53. La question de la négociabilité par les Coulissiers des valeurs admises à la Deuxième partie de la cote du Parquet a été longuement débattue. Interrogé par son confrère lyonnais, le Syndic de la CAC de Paris indique : « J'ai l'honneur de vous faire connaître que la loi n'ayant fait de distinction entre les valeurs de la première partie de la cote et celles de la seconde qu'au point de vue de la fréquence des transactions, ces dernières rentrent dans le privilège des agents de change » (CAEF, CAC Paris, JZ 001 B.73, Privilège – Deuxième partie de la cote, lettre de M. le Syndic à M. Charbonnier, Syndic de la CAC de Lyon, 26 juin 1902). Pourtant, en 1912, le Secrétaire Général de la CAC de Paris se plaint de négociations effectuées par des Coulissiers sur des valeurs récemment admises au Parquet (CAEF, CAC Paris, PV CS, 26 janvier 1912).

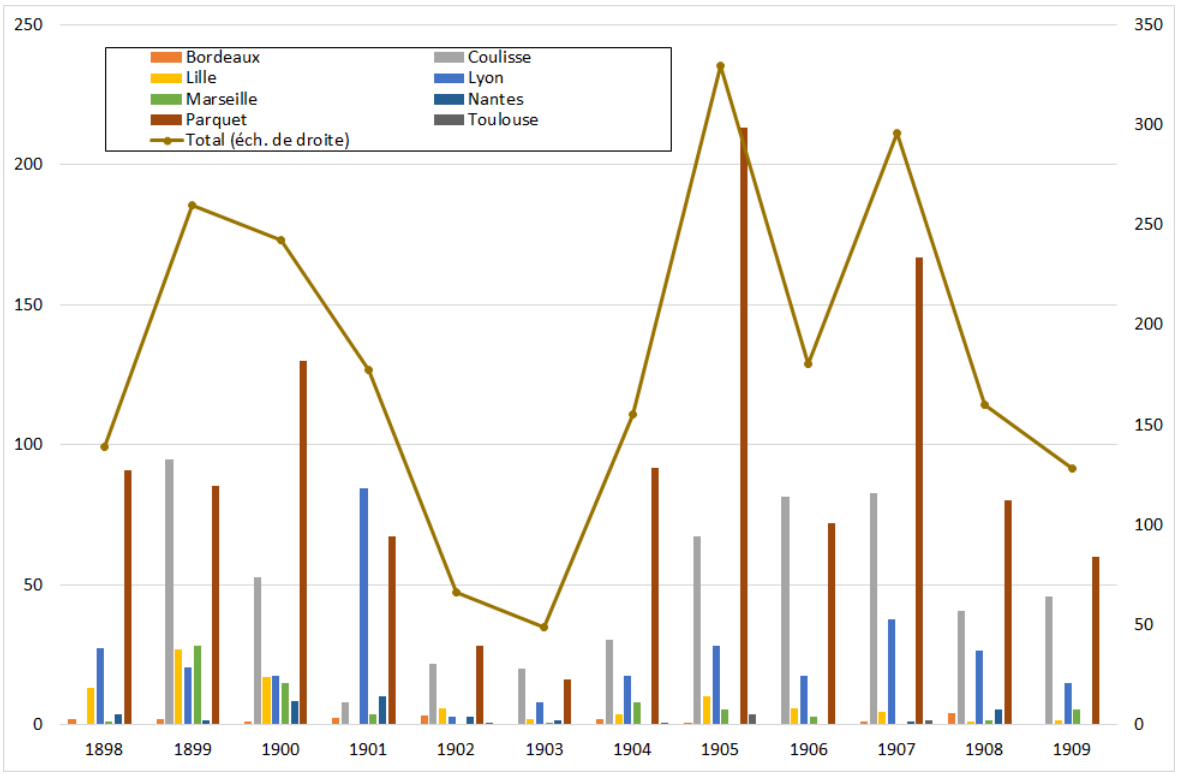
54. « Chemin de fer électrique souterrain Nord-Sud de Paris », *Journal des chemins de fer, des mines et des travaux publics*, 20 mai 1905.

FIGURE 4.2 – Nombre de cotations primaires, bourses françaises, 1898–1909



Sources : Voir texte et annexe 4.B..

FIGURE 4.3 – Valeur agrégée des cotations primaires, bourses françaises, 1898–1909



Sources : Voir texte et annexe 4.B.
Note : Les montants sont exprimés en millions de francs courants.

donc été échangées en Coulisse que durant quelques jours. Dans une certaine mesure, on peut penser que la Bourse de Lyon a suivi la même stratégie. En admettant de nouvelles compagnies très tôt à la cote officielle, la CAC de Lyon favorise la diffusion et l'ancrage local, notamment parmi les investisseurs, de ces titres. Même si la plupart des valeurs locales sont peu liquides et disparaissent rapidement de la cote, certaines parviennent à s'établir durablement [55]. Une fois bien établies, ces valeurs, même peu nombreuses, pouvaient alors fournir des opportunités d'échanges supplémentaires. Certaines entreprises sont admises en bourse très jeunes. C'est le cas par exemple de la Compagnie Foncière et Minière de Madagascar et de la Société générale électrique et industrielle admises respectivement à la Bourse de Lyon et en Coulisse un jour seulement après la tenue de l'assemblée générale constitutive.

TABLE 4.3 – Introductions en bourse, 1898–1909 : statistiques descriptives

	Parquet	Coulisse	Lyon	Lille	Marseille	Nantes	Bordeaux	Toulouse	Total
Total									
Nb. introductions	128	204	264	50	42	26	21	6	741
Part (en %)	17,3	27,5	35,6	6,7	5,7	3,5	2,8	0,8	100
Capital (millions F)	1103,4	547,0	303,7	93,1	72,4	35,8	19,9	7,4	2182,7
Part (en %)	50,6	25,1	13,9	4,3	3,3	1,6	0,9	0,3	100
Moyennes									
Distance (en km)	38,8	23,4	129,5	86,6	156,7	121,6	39,9	44,8	79,8
Age (en années)	4,8	3,1	3,2	5	3,7	2,6	5,1	3,7	3,6
Capital (millions F)	8,62	2,68	1,15	1,86	1,72	1,38	0,95	1,23	2,95
Médianes									
Age (en années)	2,2	0,9	1,9	1,5	1,4	1,5	1	3,1	1,5
Capital (millions F)	5	2	0,8	1,1	1,5	1,3	0,6	0,8	1,5

Sources : Voir texte et annexe 4.B.
Notes : Capital désigne le montant, en millions de francs courants, de l'admission en bourse. L'âge d'une société est calculée comme la différence en années entre l'introduction en bourse et la date de création, à savoir la date de l'Assemblée constitutive.

Nous considérons à présent la distance entre le siège social de l'entreprise et la bourse où elle est introduite. Sur l'ensemble de notre échantillon, elle est en moyenne de 79,8 kilomètres. Les deux places parisiennes sont celles qui accueillent des entreprises avec le moins de distance à la bourse. La distance moyenne est, en effet, respectivement de 38,8 kilomètres pour le Parquet et de 23,5 kilomètres pour la Coulisse (différence non significative à 5%, voir le test d'égalité de moyennes présenté dans le tableau 4.C.3). La présence de nombreuses entreprises ayant leur siège social à Paris (175 sur 204 pour la Coulisse et 110 sur 128 pour le Parquet) explique en partie ce résultat. Les Bourses de Nantes, Lyon et Marseille sont celles qui accueillent des émetteurs situés le plus éloignés avec une distance moyenne supérieure à 100 kilomètres. Les cartes représentées dans les figures 4.4 à 4.7 permettent de visualiser pour chaque place financière, la localisation des entreprises admises. Seuls le Parquet et la Bourse de Lyon semblent accueillir des entreprises présentes sur l'ensemble du territoire français. Globalement, la distance semble jouer un rôle prépondérant dans le choix de la place de cotation, ce qui renvoit aux explications en termes

55. L'exemple type, cité notamment par Dubost (1938, p. 139), est celui de la Compagnie des produits chimiques d'Alais et de Camargue (Péchiney) coté à Lyon dès les années 1890 et faisant partie des 40 plus grosses capitalisations boursières françaises après la Première Guerre mondiale (Le Bris & Hautcœur 2010).

d'asymétrie d'information et de biais domestique dans la formation des portefeuilles présentées en introduction.

Nous nous intéressons, enfin, à l'étude des secteurs représentés dans les cotations primaires (tableau 4.4). Tout d'abord, le secteur Valeurs diverses représente 24% des introductions boursières. Cela confirme la plus grande diversification des sociétés cotées à partir des années 1890 mise en évidence dans le chapitre 3 et l'arrivée sur les marchés financiers de nouveaux secteurs dont certains issus des innovations de la seconde révolution industrielle, comme l'industrie automobile (ici comptabilisée dans le secteur Valeurs diverses). Toutefois, au côté des Valeurs diverses, nous retrouvons, comme deuxième bénéficiaire des cotations primaires, le secteur traditionnel « Fonderies, métallurgie et mines », industrie phare du marché boursier français tout au long du XIXe siècle. L'étude des secteurs démontre également une certaine spécialisation des places financières. En effet, le Parquet semble davantage attirer les compagnies d'assurance, les banques, les chemins de fer (bien que les tramways aillent plutôt se faire coter à Lyon), ainsi que les entreprises d'électricité et de gaz. Ces secteurs sont ceux qui requièrent le plus de capitaux, il n'est donc pas étonnant de voir ces entreprises se tourner vers le marché officiel de Paris. La Coulisse, quant à elle, est davantage spécialisée dans les admissions d'entreprises minières et automobiles. Les chiffres pour le marché lyonnais suggèrent un attrait pour les valeurs innovantes de l'époque : automobiles, entreprises chimiques et électriques. Les autres bourses régionales apparaissent comme encore plus spécialisées. À Marseille, les sociétés coloniales représentent une forte proportion des introductions, alors qu'à Lille, ce sont, sans surprise, les entreprises de charbonnage. Enfin, les entreprises de navigation comptent pour plus de la moitié des cotations primaires à Nantes.

FIGURE 4.4 – Localisation des entreprises introduites au Parquet, 1898–1909

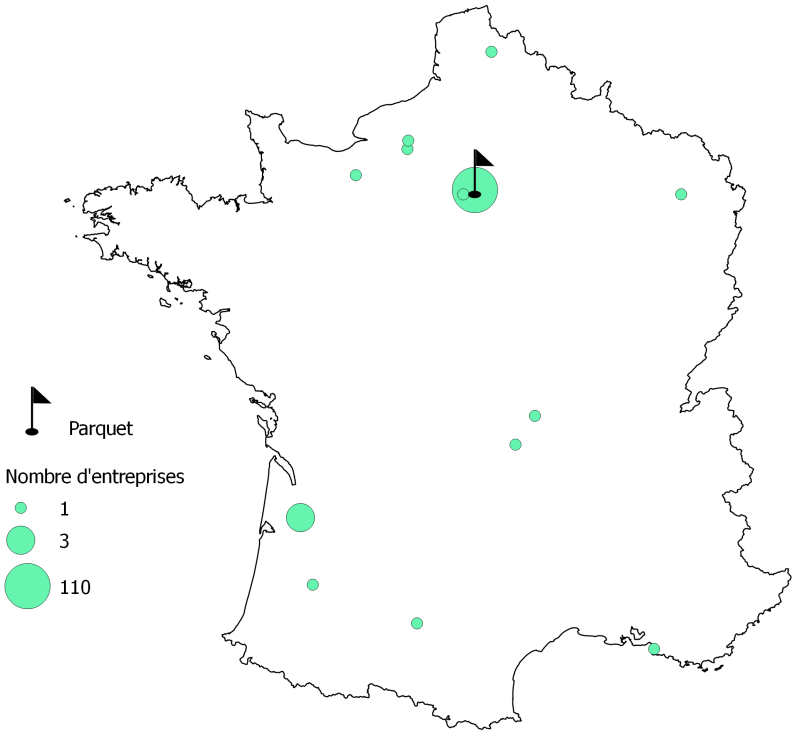


FIGURE 4.5 – Localisation des entreprises introduites en Coulisse, 1899–1909

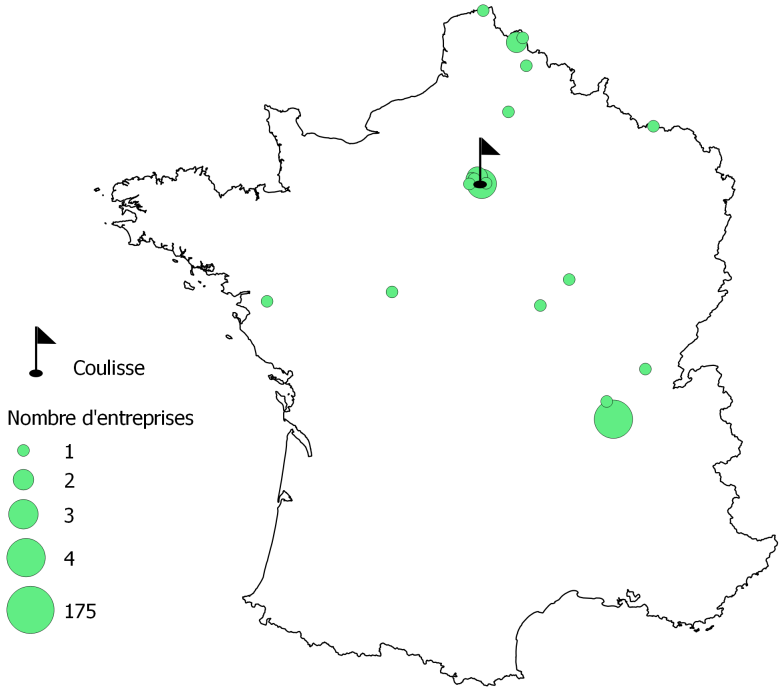


FIGURE 4.6 – Localisation des entreprises introduites à la Bourse de Lyon, 1898–1909

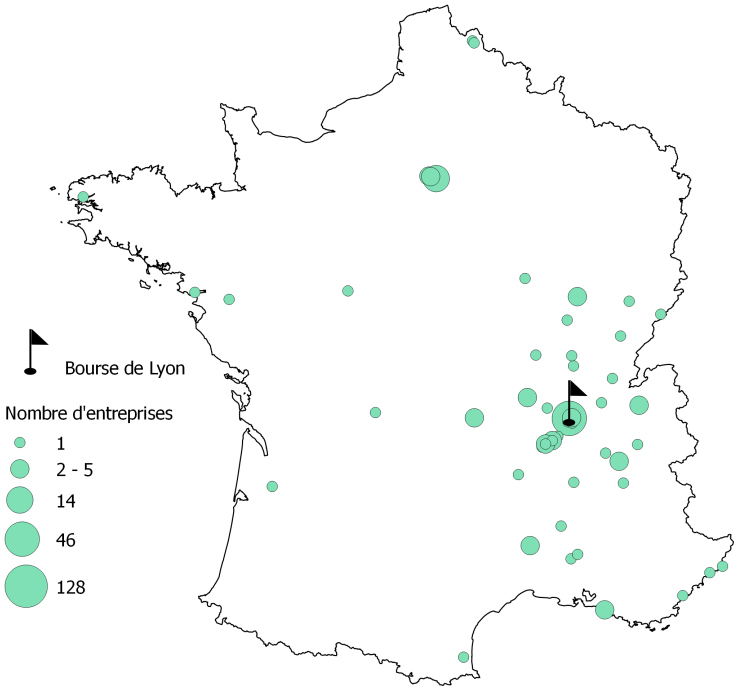


FIGURE 4.7 – Localisation des entreprises introduites sur une place de province (hors Lyon), 1898–1909

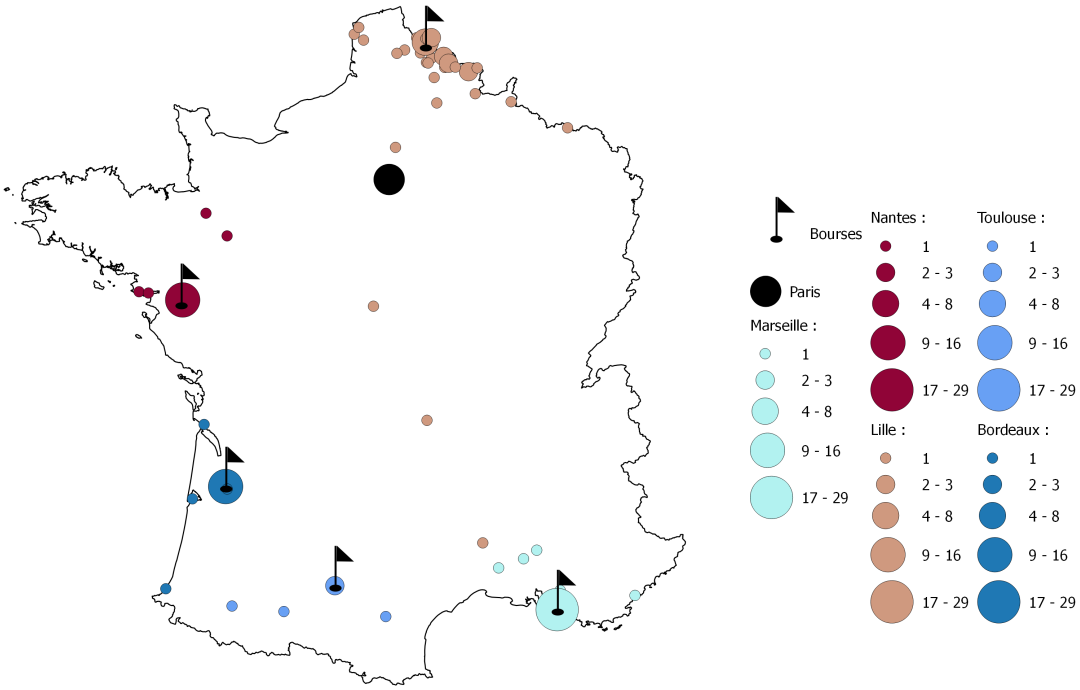


TABLE 4.4 – Répartition sectorielle des sociétés introduites en bourse, 1898–1909

	Parquet	Coulisse	Lyon	Lille	Marseille	Nantes	Bordeaux	Toulouse	Total
Répartition sectorielle (en % de chaque place)									
Alimentation, boisson, brasserie	3	5	8	12	12	12	14	17	7
Assurance, banque et immobilier	15	2	6	6	12	0	14	0	7
Chemins de fer, tramways	22	5	9	4	2	0	0	0	9
Chimie	5	7	14	6	12	8	0	0	9
Électricité, eaux et gaz	20	5	10	8	2	4	19	17	10
Fonderies, métallurgie et mines	15	**29**	19	38	10	8	0	0	21
Textile	2	2	4	8	0	4	0	0	3
Transports et ports	5	10	8	4	17	54	10	33	10
Valeurs diverses	13	33	22	14	33	12	43	33	24
Répartition sectorielle (en % de chaque secteur)									
Alimentation, boisson, brasserie	8	21	38	11	9	6	6	2	100
Assurance, banque et immobilier	37	10	31	6	10	0	6	0	100
Chemins de fer, tramways	43	17	35	3	2	0	0	0	100
Chimie	9	21	**55**	4	7	3	0	0	100
Électricité, eaux et gaz	35	15	36	5	1	1	5	1	100
Fonderies, métallurgie et mines	12	39	32	12	3	1	0	0	100
Textile	10	19	48	19	0	5	0	0	100
Transports et ports	9	26	29	3	9	19	3	3	100
Valeurs diverses	10	38	33	4	8	2	5	1	100

Sources : Voir texte et annexe 4.B.
Lecture (chiffres en gras) : Le secteur « Fonderies, métallurgie et mines » représente 29% des cotations primaires en Coulisse. Sur 100 cotations primaires d'entreprises du secteur chimique, 55 ont lieu à la Bourse de Lyon.

4.3.4 Capacité d'attraction de chaque place financière

Nous fournissons dans cette sous-section un premier aperçu d'un des aspects cruciaux de la concurrence boursière, à savoir le « pouvoir d'attraction » de chaque place financière. Pour cela, nous calculons le nombre de sociétés introduites en bourse entre 1898 et 1909 et situées à proximité « immédiate » de chaque bourse. La notion de proximité signifie ici que la ville est la plus proche géographiquement de toutes celles disposant d'une bourse organisée. Il est néanmoins possible que le siège social soit localisé à plusieurs dizaines de kilomètres du siège social de l'entreprise admise en bourse. Ainsi, la société des Hauts Fourneaux, forges et aciéries de Pompey, introduite au marché officiel parisien en 1898, a son siège social à Pompey, ville située en Meurthe-et-Moselle et à 277 kilomètres de la capitale. Elle est toutefois comptabilisée comme société à proximité immédiate de la capitale, puisqu'aucune autre ville disposant d'une bourse n'est située plus proche que Paris. Ensuite, nous distinguons parmi les sociétés introduites sur chaque place financière, celles situées à proximité immédiate et les autres, c'est-à-dire celles qui étaient localisées plus près d'une autre bourse. Enfin, nous calculons le nombre de sociétés situées à proximité d'une bourse, mais introduites sur une autre place. La capacité d'attraction d'une place financière est alors positive si elle attire plus de sociétés non situées à proximité qu'elle ne voit de sociétés proches lui échapper, négative sinon. La capacité d'attraction mesure donc deux phénomènes distincts. D'une part, elle rend compte de l'aptitude de chaque place à accueillir à sa cote les émetteurs situés à proximité. D'autre part, cette mesure renvoie à la faculté de chaque place financière à attirer des émetteurs qui ne se situent *a priori* pas dans son champ d'action. Les résultats figurent dans le tableau 4.5.

TABLE 4.5 – Mesures de la capacité d'attraction de chaque place financière, 1898–1909

Sociétés		Paris	Lyon	Lille	Marseille	Nantes	Bordeaux	Toulouse	Total
À proximité immédiate		385	196	50	52	24	25	9	741
dont	Introduite sur place	308	187	41	35	18	20	6	615
	Introduite ailleurs (a)	77	9	9	17	6	5	3	126
Autres		356	545	691	689	717	716	732	
dont	Introduite sur place (b)	24	77	9	7	8	1	0	126
	Introduite ailleurs	332	468	682	682	709	715	732	
Capacité d'attraction (b - a)		-	+	0	-	+	-	-	

Sources : Voir texte et annexe 4.B.
Notes : La Bourse de Paris et la Coulisse se situant dans le même lieu – le Palais Brongniart et ses alentours –, nous les regroupons sur l'appellation « Place financière de Paris ». Les sociétés de notre échantillon sont classées selon deux critères. Le premier est géographique : on distingue, pour chaque place financière, les sociétés situées à « proximité immédiate », c'est-à-dire celles dont le siège social se situe le plus proche de celle-ci, des autres. Ensuite, pour chaque possibilité, nous distinguons les sociétés introduites sur la place considérée et les autres. Enfin, la capacité d'attraction de chaque place financière est mesurée comme la différence entre le nombre de sociétés à proximité immédiate mais non introduites sur place et le nombre de sociétés introduites mais situées plus proches d'une autre bourse.

126 sociétés sont introduites en bourse sur une place qui n'est pas la plus proche géographiquement de leur siège social, soit 17% de l'échantillon total. Seules deux places financières disposent d'une capacité d'attraction positive : Lyon et Nantes. La place lyonnaise parvient à un

véritable tour de force. D'une part, seules 9 sociétés sur 196 sont introduites en bourse ailleurs qu'à Lyon alors qu'elles se situent dans le champ d'action de la bourse lyonnaise. D'autre part, près de 30% des introductions en bourse à Lyon sont l'œuvre de sociétés pour qui la Bourse de Lyon ne constitue pas la place la plus proche géographiquement. Ces résultats confirment la portée de la politique d'admission à la cote telle qu'elle est menée à Lyon. La Bourse de Lille est, quant à elle, neutre : elle attire autant de sociétés hors de son champ d'action d'initial qu'elle ne voit échapper d'émetteurs. Toutes les autres places financières ont, selon ce critère, une attractivité négative.

Le cas de la Bourse de Lyon est particulier, notamment du fait de la politique spécifique d'admission à la cote. Nous tentons dans ce paragraphe de caractériser les sociétés admises aux négociations à Lyon, bien que situées en dehors de la zone d'influence de la bourse lyonnaise. Plus de deux tiers des sociétés attirées par la place lyonnaise sont situées plus proches du marché financier parisien. Ensuite, Lyon attire des sociétés qui auraient dû être destinées à la Bourse de Marseille : 15 au total, soit 19% au total. Enfin, suivent les marchés de Nantes, Lille, Bordeaux et Toulouse (table 4.6).

TABLE 4.6 – Décomposition de la force d'attraction de la Bourse de Lyon, 1898–1909

	Nombre	Part (en %)
Sociétés situées à proximité de...		
Paris	53	69
Marseille	15	19
Nantes	4	5
Lille	2	3
Bordeaux	2	3
Toulouse	1	1
Total	77	100

Sources : Voir texte et annexe 4.B.
Lecture : Sur les 77 entreprises ne se situant pas à proximité immédiate de la Bourse de Lyon, mais introduites sur cette place, 53 ont leur siège social plus proches de la place parisienne.

Une comparaison au sein du groupe des entreprises introduites à la Bourse de Lyon montre que les sociétés non situées à proximité de Lyon sont, significativement au seuil de 5%, dotées d'un capital plus important, plus jeunes, et, naturellement, plus éloignées (voir les tables 4.C.4, 4.C.5 et 4.C.6).

4.4 Analyse empirique du choix de la place de cotation

4.4.1 Estimation de modèles probit sur échantillon complet

La section précédente fournit quelques aperçus des déterminants du choix de la place de cotation des entreprises. Toutefois, afin de comparer le pouvoir explicatif de chaque variable et d'éviter les corrélations fallacieuses, nous poursuivons notre étude par une analyse multivariée. Plus précisément, de manière classique dans la littérature[56], nous utilisons, tout d'abord, un

56. Voir par exemple, Saudagaran & Biddle (1995), Pagano et al. (1998) et Claessens & Schmukler (2007).

modèle probit pour étudier les déterminants du choix de cotation des entreprises. Nous estimons ainsi :

$$Prob(L_{i,j} = 1|X) = F(X^{'}\beta) \tag{4.1}$$

Où $L_{i,j}$ est une variable muette et vaut 1 lorsque la société i a sa cotation primaire sur le marché j, 0 sinon ; X, le vecteur de nos variables explicatives ; F, la fonction de répartition de la loi normale centrée réduite et β est le vecteur des coefficients à estimer. X inclut la distance en kilomètres entre le siège social de l'entreprise et la bourse (mesurée en log), l'âge en années de l'entreprise au moment de l'admission en bourse (en log), la taille de l'entreprise, à savoir la valeur nominale de l'admission (en log également) [57], des indicatrices sectorielles et des indicatrices annuelles. Nous ajoutons, pour le marché officiel de Paris uniquement, une variable Minimum. Elle vaut 1 si capital de l'entreprise est supérieur à 2 millions de francs, 0 sinon. Elle vise à vérifier si la politique d'admission à la cote suivie par la Chambre syndicale de Paris dans les années 1890 est toujours en vigueur.

Nous confrontons deux modèles explicatifs différents. Le premier, modèle de segmentation géographique basé sur la distance géographique, cherche à déterminer l'ampleur des asymétries d'information. Le second, hiérarchique, est employé pour tester l'affirmation que l'on trouve chez certains contemporains selon laquelle la Bourse de Paris accueillerait les sociétés au capital le plus élevé. Nous ajoutons ensuite chaque variable d'intérêt et de contrôle. En outre, de manière analogue à Burhop & Lehmann-Hasemeyer (2016), nous utilisons, en guise de test de robustesse, une régression de Poisson, adaptée puisque nous mesurons ici le nombre d'occurrences d'un évènement, à savoir l'introduction en bourse d'une société. Nous avons enfin vérifié que nos résultats étaient robustes à l'utilisation de la méthode d'estimation pour « évènements rares » développés par King & Zeng (2001, 2002).

Le tableau 4.7 présente les résultats pour le Parquet. Dans un premier temps, nous choisissons un modèle minimaliste dans lequel la probabilité pour une entreprise de se faire coter pour la première fois en bourse au Parquet est expliquée uniquement par la distance entre Paris et le siège social de l'entreprise (régression 1, table 4.7). Nous ajoutons ensuite progressivement les variables suivantes : Taille, Âge, Minimum et les indicatrices sectorielles et annuelles. Dans toutes les spécifications retenues, la distance joue un rôle négatif et significatif au seuil de 0,1% dans le choix du Parquet comme place de première cotation. Ainsi, une augmentation de 1% de la distance moyenne (environ 1,4 kilomètre) réduit la probabilité d'être cotée au Parquet de 2,6%, toutes choses égales par ailleurs (régression 6, table 4.7). De plus, la taille de l'entreprise explique positivement la décision de cotation primaire à Paris. Dans notre modèle complet (régression 6, table 4.7), lorsque la taille moyenne d'une entreprise augmente de 1% (soit une valeur nominale de l'admission plus élevée d'environ 30.000 francs), la probabilité d'être coté pour la première fois au Parquet augmente de 6,6%. Ce résultat n'est pas surprenant : les firmes au capital le plus important ont intérêt à voir leurs titres cotés sur le marché le plus large et liquide. L'âge de l'entreprise a également un impact sur cette probabilité. Les entreprises plus vieilles

57. Tous les relevés fournis à la Commission Jaurès ne comprennent pas le premier cours des titres cotés, ce qui nous a empêché d'utiliser ici une valeur de marché.

ont davantage tendance à choisir le marché officiel parisien comme place de cotation primaire. Cela s'explique sans doute par la plus grande sévérité avec laquelle la Chambre syndicale de Paris sélectionne les valeurs à admettre à sa cote. D'une part, elle exige, le plus souvent, un ou plusieurs bilans lors de la demande d'admission à la cote, ce qui signifie que l'entreprise requérante doit avoir couvert au moins un exercice comptable. D'autre part, ce résultat suggère que le Parquet choisit les entreprises les mieux établies afin de répondre à des contraintes de capacité. En revanche, la variable Minimum n'est pas significative dans nos régressions. Ce résultat suggère que la Chambre syndicale a renoncé à sa jurisprudence en vigueur au début des années 1890 de n'admettre en bourse que des entreprises dont le capital social est supérieur à 2 millions de francs. Cet abandon est très certainement lié à la création et au développement de la deuxième partie de la cote, compartiment capable d'accueillir des titres qui auraient été refusés à la première partie de la cote. L'interprétation des coefficients des variables sectorielles est plus ardue. Toutefois, il semblerait que par rapport à l'industrie textile, secteur choisi comme référence, les entreprises des secteurs alimentaire, chimique, métallurgique et de transport ont moins d'être de chance de s'introduire en bourse au Parquet. La régression 7 (table 4.7) donne les résultats obtenus à partir d'une régression de Poisson, utilisée comme test de robustesse. Le signe et la significativité de nos trois variables d'intérêt – Distance, Âge et Taille – ne sont pas modifiés, ce qui nous conforte dans nos résultats.

Nous procédons à la même analyse pour la Coulisse. Les résultats sont présentés dans le tableau 4.8. La taille de la société introduite n'explique plus significativement l'introduction en bourse en Coulisse, lorsque nous utilisons la distance et l'âge de la société. Finalement, seule la distance semble avoir un effet significatif parmi nos principales variables d'intérêt. L'effet de la distance est plus important que pour le Parquet. En effet, dans notre modèle complet (régression 5, table 4.8) lorsque la distance entre le siège social de l'entreprise et la Coulisse augmente de 1%, la probabilité d'être coté en Coulisse diminue de 8,6%. En effet, ce marché tend à accueillir davantage les entreprises minières exploitant des gisements en France ou à l'étranger, mais dont le siège social se situe à Paris. Ce résultat fournit donc une image complémentaire de la Coulisse : ce marché est certes celui de la négociation de la rente française, de quelques grands emprunts internationaux et des actions des compagnies de mines d'or anglaises ou transvaliennes (Léon 1896, Tréteau 1994), mais également le lieu d'introduction de nombreuses valeurs de l'économie « locale ». Enfin, les coefficients des indicatrices sectorielles indiquent que par rapport au secteur Assurance, banque et immobilier, les entreprises des secteurs alimentaire, métallurgique, textile, de transport et de valeurs diverses ont plus de chance de s'introduire en bourse en Coulisse.

Les résultats pour la Bourse de Lyon figurent dans le tableau 4.9. À Lyon, sont introduites en bourse des entreprises jeunes, de petite taille et situées à Lyon ou à proximité. Une nouvelle fois, la distance est corrélée négativement et significativement au seuil de 0,1% avec la probabilité d'être admis à l'une de ces bourses. Ce résultat est toutefois remarquable par son ampleur. En effet, lorsque la distance augmente de 1%, la probabilité d'être admis à Lyon diminue de près 26,2% ! Ce résultat met en évidence le caractère résolument local des bourses de province au cours de la Belle Époque[58]. Il est exacerbé à Lyon par la politique singulière d'admission à la

58. Les résultats pour les Bourses de Lille et Marseille, non reportés ici, confirment le rôle des facteurs géogra-

TABLE 4.7 – Déterminants de l'introduction en bourse : Parquet, 1898–1909 (effets marginaux)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7) Poisson
Distance Paris	-0.052***		-0.027***	-0.027***	-0.026***	-0.026***	-0.304***
	(0.005)		(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.056)
Taille firme		0.144***	0.105***	0.098***	0.091***	0.066***	0.459***
		(0.012)	(0.013)	(0.012)	(0.016)	(0.015)	(0.088)
Âge firme				0.039***	0.039***	0.031**	0.281***
				(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.072)
Minimum					0.020	0.022	0.645*
					(0.031)	(0.025)	(0.276)
Alim., boisson, brasserie						-0.052***	-0.830
						(0.015)	(0.689)
Assurance, banque et immo.						-0.001	-0.076
						(0.049)	(0.517)
Chemins de fer et tram.						-0.009	-0.060
						(0.043)	(0.508)
Chimie						-0.050**	-0.732
						(0.018)	(0.587)
Élect., eaux et gaz						0.001	-0.010
						(0.048)	(0.506)
Fonderie, métal. et mines						-0.060*	-0.725
						(0.024)	(0.527)
Transports et ports						-0.053**	-0.740
						(0.017)	(0.580)
Valeurs diverses						-0.052	-0.639
						(0.028)	(0.530)
Indicatrices annuelles						Oui	Oui
Observations	741	741	741	741	741	741	741
% de bonnes prédictions	82.7	87.6	87.6	88.0	88.0	89.2	–
Pseudo R^2	0.159	0.271	0.328	0.350	0.351	0.440	0.298

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

La variable dépendante est une *dummy* qui vaut 1 lorsque la société est introduite en bourse au Parquet, 0 sinon. Les variables explicatives sont les suivantes : Distance Paris (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la Bourse de Paris) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Minimum (*dummy* qui prend la valeur 1 si la valeur nominale de l'admission est supérieure à deux millions de francs) ; Indicatrices sectorielles (le secteur Textile est omis) et annuelles. Les modèles 1 à 6 sont estimés à partir d'une régression probit (la table présente les effets marginaux), le modèle 7 avec une régression de Poisson.

TABLE 4.8 – Déterminants de l'introduction en bourse : Coulisse, 1898–1909 (effets marginaux)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
						Poisson
Distance Paris	-0.093***		-0.094***	-0.093***	-0.086***	-0.422***
	(0.006)		(0.007)	(0.007)	(0.008)	(0.047)
Taille firme		0.082***	-0.006	-0.005	0.015	0.038
		(0.013)	(0.015)	(0.015)	(0.017)	(0.059)
Âge firme				-0.033	-0.021	-0.056
				(0.019)	(0.018)	(0.058)
Alim., boisson, brasserie					0.385*	1.191*
					(0.154)	(0.463)
Chemins de fer et tram.					0.182	0.642
					(0.144)	(0.505)
Chimie					0.272	0.950*
					(0.148)	(0.483)
Élect., eaux et gaz					0.092	0.422
					(0.122)	(0.496)
Fonderie, métal. et mines					0.408***	1.285**
					(0.122)	(0.436)
Textile					0.493**	1.473*
					(0.182)	(0.576)
Transports et ports					0.280*	0.996*
					(0.141)	(0.457)
Valeurs diverses					0.426***	1.344**
					(0.118)	(0.441)
Indicatrices annuelles					Oui	Oui
Observations	741	741	741	741	695	741
% de bonnes prédictions	72.1	69.9	77.1	73.8	82.9	–
Pseudo R^2	0.253	0.035	0.254	0.257	0.364	0.254

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$
La variable dépendante est une *dummy* qui vaut 1 lorsque la société est introduite en bourse en Coulisse, 0 sinon. Les variables explicatives sont les suivantes : Distance Paris (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la Bourse de Paris) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Indicatrices sectorielles (le secteur Assurance, banque et immobilier est omis) et annuelles. Les modèles 1 à 5 sont estimés à partir d'une régression probit (la table présente les effets marginaux), le modèle 6 avec une régression de Poisson.

cote : les agents de change sont incités à coter des entreprises de leur choix sans attendre le dépôt d'un dossier de candidature, à condition d'avoir vérifié au préalable leur bonne constitution. Il n'est dès lors pas surprenant que de nombreuses entreprises, situées à Lyon ou non, fassent l'objet d'une cotation primaire à Lyon [59]. La taille de l'entreprise impacte également le choix de cotation : en moyenne, Lyon attire des entreprises plus petites. Une nouvelle fois, ce résultat est cohérent avec les pratiques mises en œuvre à Lyon. Il est, de plus, confirmé par la régression de Poisson (régression 6, table 4.9). Enfin, l'âge de l'entreprise influence négativement le choix de la Bourse de Lyon comme lieu de cotation primaire. Ce coefficient n'est toutefois pas significatif dans toutes nos spécifications.

Le graphique 4.8 synthétise le rôle joué par la localisation des sociétés dans leur choix de place de cotation. Pour le construire, nous avons utilisé les coefficients des régressions des modèles « complets » (régression 6, table 4.7 et régressions 5, tables 4.8 et 4.9). À chaque valeur (entière) de la variable de distance correspond une probabilité pour une firme d'être cotée sur la bourse considérée, toutes choses égales par ailleurs (les autres variables sont fixées à leur valeur moyenne). Ce graphique confirme le rôle majeur de la distance dans la détermination de la place de cotation. On constate que l'effet de la distance est non seulement plus fort à Lyon, mais également persistant. Ainsi, même avec un siège social situé à de plus de 50 kilomètres, la probabilité pour une société d'être cotée à Lyon est, toutes choses égales par ailleurs, de 60% environ ! Les graphiques 4.D.1 et 4.D.2 présentés en annexe fournissent des illustrations supplémentaires du rôle joué par la distance. Enfin, les tables 4.C.7, 4.C.8 et 4.C.9 donnent les estimations des régressions probit.

phiques dans le choix de la place de cotation primaire.

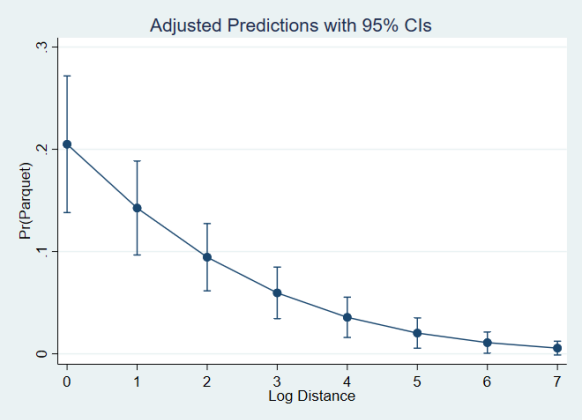
59. La correspondance de Charles Plantin, agent de change à Lyon de 1882 à sa mort en 1916, est de ce point de vue éclairante. Il oriente quasi systématiquement les clients qui lui demandent des conseils de placement, vers des valeurs de la région lyonnaise (Archives Municipales de Lyon, Fonds Eymard, 17 II 11 Correspondance reçue de la clientèle (1898-1914)).

TABLE 4.9 – Déterminants de l'introduction en bourse : Lyon, 1898–1909 (effets marginaux)

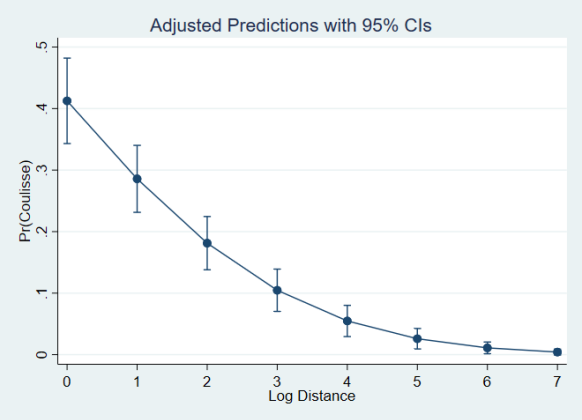
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) Poisson
Distance Lyon	-0.262***		-0.249***	-0.250***	-0.262***	-0.261***
	(0.042)		(0.042)	(0.044)	(0.045)	(0.021)
Taille firme		-0.226***	-0.187***	-0.186***	-0.190***	-0.252***
		(0.019)	(0.024)	(0.024)	(0.023)	(0.041)
Âge firme				-0.028	-0.068*	-0.027
				(0.029)	(0.032)	(0.054)
Alim., boisson, brasserie					-0.095	-0.029
					(0.146)	(0.184)
Chemins de fer et tram.					0.065	0.394
					(0.165)	(0.210)
Chimie					0.181	0.386*
					(0.152)	(0.172)
Élect., eaux et gaz					0.102	0.384*
					(0.135)	(0.184)
Fonderie, métal. et mines					0.018	0.300
					(0.128)	(0.174)
Textile					-0.172	0.344
					(0.166)	(0.249)
Transports et ports					-0.092	0.133
					(0.135)	(0.206)
Valeurs diverses					-0.057	0.140
					(0.124)	(0.163)
Indicatrices annuelles					Oui	Oui
Observations	741	741	741	741	741	741
% de bonnes prédictions	85.8	74.1	86.9	87.3	89.5	–
Pseudo R^2	0.424	0.176	0.489	0.490	0.555	0.211

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$
La variable dépendante est une *dummy* qui vaut 1 lorsque la société est introduite en bourse à Lyon, 0 sinon. Les variables explicatives sont les suivantes : Distance Lyon (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la Bourse de Lyon) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Indicatrices sectorielles (le secteur Assurance, banque et immobilier est omis) et annuelles. Les modèles 1 à 5 sont estimés à partir d'une régression probit (la table présente les effets marginaux), le modèle 6 avec une régression de Poisson.

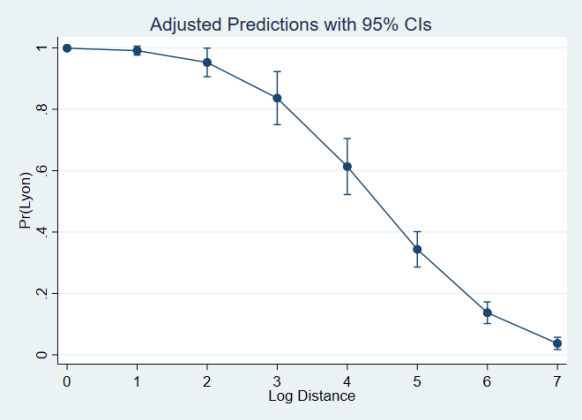
FIGURE 4.8 – Prédictions des modèles probit en fonction de la distance



(a) Parquet



(b) Coulisse



(c) Lyon

Note : Ces graphiques représentent la probabilité prédite par nos modèles (modèle 5, table 4.7 pour le Parquet ; modèle 4, table 4.8 pour la Coulisse ; modèle 4, table 4.9 pour la Bourse de Lyon) pour une entreprise d'être introduite sur l'une des trois bourses en fonction de la distance entre son siège social et la place financière considérée, les autres variables étant fixées à leur valeur moyenne.

4.4.2 Estimation de modèles probit sur un sous-échantillon : les sociétés introduites en bourse à Paris

De manière à mieux comprendre la répartition des sociétés entre la Bourse de Paris et la Coulisse et à approfondir l'analyse univariée proposée dans la section précédente (tables 4.C.1, 4.C.2 et 4.C.3), nous nous concentrons dans cette sous-section sur un échantillon réduit en ne considérant que les sociétés introduites sur l'un des deux marchés parisiens. Ce sous-échantillon est donc composé de 316 sociétés introduites en bourse (112 pour le Parquet et 204 pour la Coulisse). Nous procédons au même type d'estimation économétrique que dans la sous-section précédente (4.4.1), à savoir une régression probit : la variable dépendante vaut désormais 1 si la société est introduite au Parquet, 0 si elle l'est en Coulisse. Les tableaux 4.10 et 4.C.10 présentent les résultats et donnent une image claire des dynamiques à l'œuvre à Paris : au Parquet, ont davantage de chance d'être introduites, toutes choses égales par ailleurs, les sociétés les plus vieilles et à la taille plus importante. Ainsi, quand la valeur nominale de l'admission augmente de 1% (soit environ 50.000 francs), la probabilité pour l'entreprise d'être coté au Parquet augmente de 21% (régression 5, table 4.C.10). En revanche, de façon logique puisque les deux marchés considérés sont localisés à Paris, la distance n'apparaît plus comme un déterminant significatif du choix de la place de la cotation. Enfin, il n'est pas possible de dégager de régularité, quant à la spécialisation sectorielle de ces deux marchés.

TABLE 4.10 – Déterminants de l'introduction en bourse : Parquet *versus* Coulisse, 1899–1909 (effets marginaux)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) Poisson
Distance Paris	0.005			-0.000	-0.000	0.015
	(0.019)			(0.020)	(0.022)	(0.048)
Taille firme		0.236***	0.248***	0.248***	0.210***	0.427***
		(0.039)	(0.041)	(0.041)	(0.048)	(0.084)
Âge firme			0.136***	0.136***	0.138***	0.321***
			(0.033)	(0.033)	(0.038)	(0.073)
Alim., boisson, brasserie					-0.221	-0.728
					(0.126)	(0.609)
Assurance, banque et immo.					0.244	0.334
					(0.250)	(0.488)
Chemins de fer et tram.					0.129	0.082
					(0.229)	(0.481)
Chimie					-0.130	-0.290
					(0.166)	(0.566)
Élect., eaux et gaz					0.115	0.136
					(0.226)	(0.483)
Fonderie, métal. et mines					-0.214	-0.631
					(0.150)	(0.499)
Transports et ports					-0.150	-0.384
					(0.159)	(0.558)
Valeurs diverses					-0.191	-0.605
					(0.164)	(0.508)
Indicatrices annuelles					Oui	Oui
Observations	316	316	316	316	316	316
% de bonnes prédictions	64.6	75.3	77.5	77.5	82.0	–
Pseudo R^2	0.000	0.153	0.197	0.197	0.348	0.165

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$
L'échantillon est réduit aux entreprises introduites en bourse à Paris, soit au Parquet, soit en Coulisse. La variable dépendante est une *dummy* qui vaut 1 lorsque la société est introduite en bourse au Parquet, 0 quand elle est introduite en Coulisse. Les variables explicatives sont les suivantes : Distance Paris (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et le Palais Brongniart) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Indicatrices sectorielles (le secteur Textile est omis) et annuelles. Les modèles 1 à 5 sont estimés à partir d'une régression probit (la table présente les effets marginaux), le modèle 6 avec une régression de Poisson.

4.4.3 Estimation d'un modèle logit multinomial sur échantillon complet

Jusqu'à présent, nous avons implicitement supposé que le choix de la place de cotation reposait sur une décision bilatérale de la part de l'entreprise. Autrement dit, dans nos modèles probit, tout se passe comme si la société décidait de demander la cotation au marché officiel de la Bourse de Paris, puis sur le marché lyonnais, puis en Coulisse, etc. Au contraire, il est raisonnable de supposer que la place de cotation ne résulte pas d'un choix séquentiel : l'entreprise considère *simultanément* l'ensemble des possibilités qu'ils leur sont offertes – admission au Parquet, en Coulisse, à Lyon, etc. –, avant de prendre une décision finale. Afin de prendre cela en compte, nous estimons un modèle logit multinomial non ordonné. Formellement,

$$Prob(Y_i = j|X) = G(X^{'}\beta) \tag{4.2}$$

Où Y_i est une variable aléatoire prenant une valeur $j \in \{1...8\}$; X, le vecteur de nos variables explicatives ; G, la fonction de répartition de la loi logistique et β est le vecteur des coefficients à estimer.

La différence principale avec les modèles probit utilisés jusqu'à présent est que la variable dépendante n'est plus binaire, mais comporte plusieurs modalités, une par bourse considérée. Puisque la valeur que nous assignons à chaque modalité est arbitraire et ne renvoie pas à un rang particulier, on parle de modèle logit multinomial non ordonné. Nous utilisons l'échantillon complet (741 introductions en bourse), ainsi que les mêmes variables explicatives et de contrôle que précédemment, à l'exception de la distance. De manière à pouvoir utiliser une variable géographique dans notre modèle logit multinomial, nous l'avons calculé comme la distance entre le siège social de l'entreprise et la bourse effectivement choisie pour son introduction.

Les résultats sont présentés dans la table 4.11. La Bourse de Lyon sert de groupe de référence. L'interprétation des coefficients est plus ardue que dans le cas des estimations probit ci-dessus. L'image de la géographie financière française que nous avons donnée jusqu'à présent n'est toutefois pas modifiée par cette estimation. La distance entre le siège social et la bourse effectivement choisie par la société pour son introduction est significativement plus faible à Paris, Bordeaux et dans une moindre mesure Marseille. Nous pouvons ici y voir une nouvelle confirmation de la portée de la politique d'admission à la cote menée à Lyon. En outre, il apparaît, que, toutes choses égales par ailleurs, en comparaison avec les sociétés introduites à Lyon, celles admises sur les deux marchés parisiens, à Lille, à Marseille et dans une moindre mesure à Nantes disposent significativement d'un capital plus élevé. Enfin, les entreprises introduites au Parquet de la Bourse de Paris et à Lille sont, significativement plus vieilles que celles admises à Lyon.

TABLE 4.11 – Déterminants de l'introduction en bourse : modèle logit multinomial, 1898–1909

Variable dépendante : Marché (Parquet, Coulisse, etc.)							
	Parquet	Coulisse	Lille	Marseille	Nantes	Bordeaux	Toulouse
Distance	-0.610***	-0.668***	0.053	-0.157*	0.021	-0.377**	-0.127
	(0.091)	(0.076)	(0.082)	(0.090)	(0.111)	(0.147)	(0.224)
Taille firme	2.602***	1.674***	0.452**	0.634**	0.484*	0.293	0.012
	(0.223)	(0.177)	(0.205)	(0.222)	(0.293)	(0.269)	(0.488)
Âge firme	0.585**	0.068	0.548**	0.356	0.138	0.320	0.563
	(0.187)	(0.157)	(0.204)	(0.225)	(0.340)	(0.298)	(0.504)
Indicatrices sectorielles	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Indicatrices annuelles	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	741						
Log-likehood value	-743.04						
Pseudo R^2	0.384						

Notes : Écarts types entre parenthèses ; * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$
La variable dépendante prend une valeur de 1 à 7, chaque catégorie correspondant à un marché boursier. La Bourse de Lyon est utilisée comme groupe de référence. Les variables explicatives sont les suivantes : Distance (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la bourse effectivement choisie par l'entreprise pour son admission) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Indicatrices sectorielles et annuelles. Le modèle est estimé à partir d'un logit multinomial (la table présente les coefficients).

4.4.4 Étude empirique du pouvoir d'attraction des bourses

Les statistiques descriptives présentées dans la section précédente ont montré que deux bourses disposent d'une capacité d'attraction positive, à savoir Lyon et Nantes. Nous avons, en outre, montré que les sociétés situées non à proximité de la Bourse de Lyon, mais introduites malgré tout sur cette bourse, étaient en moyenne de taille plus importante et plus jeunes que les autres sociétés introduites à Lyon. Dans cette sous-section, nous menons une étude plus systématique en tâchant de mettre en évidence les facteurs pouvant expliquer qu'une société soit introduite en bourse sur une place financière qui n'est pas la plus proche géographiquement. Autrement dit, par quel(s) facteur(s) peut-on expliquer le choix de la place de cotation, quand la distance n'est plus le critère principal ? Pour cela, nous estimons une série de modèles probit sur l'ensemble de notre échantillon, où, cette fois, la variable dépendante vaut 1 lorsque la société n'est pas introduite sur la place la plus proche géographique de son siège social, 0 sinon. Les variables explicatives sont : Paris (resp. Lyon, Lille, Marseille, Nantes et Bordeaux), variable binaire qui vaut 1 lorsque la société est introduite à Paris (resp. à Lyon, Lille, Marseille, Nantes et Bordeaux), 0 sinon ; la distance à la bourse la plus proche, calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la bourse située le plus proche ; l'âge de la firme, calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société ; la taille de la firme, définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse. Enfin, de manière similaire à nos analyses précédentes, nous utilisons des indicatrices sectorielles et annuelles comme variables de contrôle et avons recours à une régression de Poisson

pour nous assurer de la robustesse de nos résultats.

La table 4.12 présente les effets marginaux obtenus à l'aide de ces régressions (les coefficients figurent dans la table 4.C.11). Nous estimons, tout d'abord, des modèles très simplifiés, où la variable dépendante est expliquée uniquement par la place boursière où a lieu l'introduction en bourse (modèles 1 à 6). Trois variables sont significatives. L'admission à Paris et à Bordeaux est négativement corrélée au fait de ne pas être introduit sur la bourse plus proche. En revanche, le modèle 2 confirme les résultats de la section précédente : la Bourse de Lyon semble être en mesure d'attirer des entreprises pourtant non situées à sa proximité immédiate. Dans les modèles suivants, nous incluons l'ensemble des variables associées aux différentes places financières, ainsi que la distance, l'âge et la taille de la société admise en bourse. Notre modèle complet (spécification 11) suggère qu'une société a plus de chance d'être introduites sur une bourse non située à sa proximité immédiate, si elle est introduite à Lyon ou à Nantes, et si elle est en moyenne plus jeune et d'un capital plus important que les autres entreprises.

TABLE 4.12 – Déterminants de l'introduction sur une bourse non située à proximité, 1898–1909 (effets marginaux)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12) Poisson
Paris	-0.181***						0.049	0.050	0.051	0.005	-0.017	-0.041
	(0.026)						(0.114)	(0.114)	(0.112)	(0.110)	(0.104)	(1.040)
Lyon		0.188***					0.299**	0.290**	0.284**	0.290**	0.302**	1.744*
		(0.031)					(0.138)	(0.139)	(0.137)	(0.135)	(0.133)	(1.019)
Lille			0.009				0.230	0.198	0.199	0.178	0.153	1.035
			(0.056)				(0.187)	(0.184)	(0.184)	(0.177)	(0.170)	(1.076)
Marseille				-0.005			0.212	0.210	0.215	0.189	0.183	1.089
				(0.059)			(0.189)	(0.190)	(0.189)	(0.183)	(0.179)	(1.083)
Nantes					0.141		0.394*	0.394*	0.393*	0.380*	0.446**	1.917*
					(0.092)		(0.208)	(0.210)	(0.210)	(0.209)	(0.211)	(1.079)
Bordeaux						-0.127***						
						(0.049)						
Distance								0.013	0.017*	0.016	0.016	0.063
								(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.059)
Âge firme									-0.046***	-0.049***	-0.043**	-0.273**
									(0.018)	(0.017)	(0.017)	(0.128)
Taille firme										0.035***	0.039***	0.227**
										(0.013)	(0.013)	(0.095)
Indicatrices sectorielles											Oui	Oui
Indicatrices annuelles											Oui	Oui
Observations	735	735	735	735	735	735	735	735	735	735	735	735
% de bonnes prédictions	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	83.0	–
Pseudo R^2	0.067	0.060	0.000	0.000	0.004	0.005	0.085	0.088	0.100	0.110	0.146	0.113

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

La variable dépendante est binaire : elle vaut 0 lorsque la société est introduite en bourse sur la place la plus proche géographiquement de son siège social, 1 sinon. Les cotations primaires à Toulouse sont supprimées de l'échantillon, puisque Toulouse n'attire aucune entreprise située plus proche d'une autre bourse. Les variables explicatives sont les suivantes : Paris (resp. Lyon, Lille, Marseille, Nantes et Bordeaux) est une variable binaire qui vaut 1 lorsque la société est introduite à Paris (resp. à Lyon, Lille, Marseille, Nantes et Bordeaux), 0 sinon ; Distance à la bourse la plus proche (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la bourse située le plus proche) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Indicatrices sectorielles et annuelles. Les modèles 1 à 11 sont estimés à partir d'une régression probit (la table présente les effets marginaux), le modèle 12 avec une régression de Poisson.

4.5 Conclusion

À l'orée du XXe siècle, huit bourses coexistent en France : deux à Paris et six en province. Nous avons étudié dans cet article la fragmentation du marché financier français en analysant plus particulièrement les déterminants du choix de la place de cotation des entreprises entre 1898 et 1909. Au cours de cette période, 741 sociétés françaises sont introduites en bourse. Ces cotations primaires représentent un montant de près de 2,2 milliards de francs, soit environ 5% du PIB français de l'année 1909. Les introductions en bourse se concentrent principalement autour de deux pôles financiers : Paris et Lyon. À elles seules, les trois bourses de ces villes comptent pour plus de 80% des introductions et 89% des sommes en jeu.

Le premier déterminant du choix de la place de cotation des entreprises est géographique. Quelque soit la place financière considérée, la distance entre le siège social de la société et la bourse est corrélée négativement avec la probabilité d'y être introduite. Ce résultat suggère la présence d'asymétries d'information entre les émetteurs et les investisseurs, ainsi que, potentiellement l'existence d'un biais domestique dans l'allocation des portefeuilles, et permet de rendre compte de la fragmentation du marché financier français. Les bourses régionales permettent donc à des sociétés situées hors de la capitale d'accéder au marché financier et à un financement externe. Utilisant une méthodologie similaire, Burhop & Lehmann-Hasemeyer (2016) obtiennent, toutefois, un effet plus important de la distance pour les sociétés admises à Berlin en 1913 que les entreprises introduites à Paris entre 1898 et 1909. Cela fournit une nouvelle preuve de la plus grande décentralisation du marché financier allemand par rapport au cas français.

La taille de l'entreprise est un second critère important pour les sociétés introduites au Parquet, ce dernier attirant, toutes choses égales par ailleurs, des émetteurs dotés d'un capital plus conséquent. Ce résultat est cohérent avec les modèles contemporains de microstructure, selon lesquels les plus gros émetteurs ont tendance à s'introduire sur le marché avec les coûts de transaction les moins élevés. Au cours de la période étudiée, les bourses sont des organisations qui, comme nous l'avons montré ici, se livrent à une concurrence sur les émetteurs. Ces interactions permettent de comprendre pourquoi les explications géographique et en termes de microstructure ne peuvent rendre compte du choix de la place de cotation de l'ensemble des sociétés. Ainsi, le Parquet est plus sévère dans ses exigences que les autres marchés, sans doute du fait de l'existence de contraintes de capacité, préoccupation majeure de la Chambre syndicale de la Bourse de Paris pendant toute la Belle Époque. Il tend à n'attirer qu'un nombre limité d'émetteurs – le Parquet est devancé par Lyon et la Coulisse en termes de nombre d'introduction en bourse – et les plus vieux. Afin de limiter la congestion du marché parisien, la Chambre syndicale de la CAC de Paris ne sélectionne que les valeurs les mieux établies et donc moins risquées, excluant de fait de nombreuses sociétés, y compris celles situées à proximité du Palais Brongniart. Ces dernières trouvent alors refuge en Coulisse, d'autres à Lyon. Une autre preuve de l'importance des politiques menées par les bourses réside dans la stratégie de différenciation lyonnaise : grâce à une règle d'admission à la cote très libérale, la Bourse de Lyon parvient à attirer le plus grand nombre de cotations primaires.

Les sociétés françaises admises en bourse sont relativement jeunes, notamment en compa-

raison de ce que l'on observe sur des données contemporaines. Cela suggère que les marchés boursiers, y compris régionaux, étaient une source de financement importante pour ces entreprises. En étudiant le fonctionnement des introductions en bourse et en proposant de nouvelles sources portant notamment sur les marchés régionaux, cet article a posé les bases d'une étude plus approfondie sur la question, le financement des entreprises ne se limitant pas aux seules d'introductions en bourse.

Annexe

4.A Extraits des règlements concernant l'admission des valeurs à la cote

Nous reproduisons, ci-dessous, les extraits des textes des CAC et du Syndicat des banquiers en valeurs à terme règlementant l'admission des valeurs privées française à la cote. Pour le Parquet, il s'agit des articles 155 et 156 du Règlement général de la CAC de Paris, ainsi formulés :

> « Art. 155 – La Chambre syndicale, sous l'autorité du ministre des finances, a tout pouvoir pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'un valeur autre que les fonds d'États français, à la Bourse de Paris, soit au comptant, soit à terme. Elle se fait remettre, à cet effet, toutes les pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires.
>
> Art. 156 – Lorsqu'il est reconnu par la Chambre syndicale que la cote d'une valeur est commandée par l'intérêt général, elle peut, d'office, prononcer son admission au comptant et à terme. Elle peut refuser la radiation d'une valeur déjà inscrite à la cote ».

Pour la Coulisse, il s'agit des articles 11 à 15 du Règlement du Syndicat des banquiers en valeurs à terme (le Règlement du Syndicat des banquiers en valeurs au comptant contient des articles très similaires), formulés de la manière suivante :

> « Art. 11 – Sont seules inscrites à la cote du marché les valeurs ne figurant pas à la cote officielle des agents de change de Paris qui, après examen, auront été admises par la chambre syndicale. Les valeurs sont au porteur ou nominatives. En ce qui concerne les titres nominatifs de sociétés étrangères, il sera exigé qu'elles aient à Paris un bureau pour les transferts.
>
> Art. 12 – Les valeurs figurant actuellement à la feuille du marché seront inscrites à la cote sauf décision spéciale de la Chambre syndicale. Toute demande pour l'inscription d'une valeur nouvelle doit être adressée par écrit à la Chambre syndicale. S'il s'agit des titres d'une société, la demande doit être accompagnée des statuts, traduits en français s'il s'agit d'une société étrangère et des derniers bilans de la société, ainsi qu'un exposé général sur la situation de l'affaire, signée par la maison demanderesse. Si la demande a pour objet un fonds d'État ou valeur similaire, tous les renseignements sur cette valeur devront être fournis. La chambre syndicale peut

exiger toutes autres justifications et garanties qu'elle jugera utiles.

Art. 13 – La chambre syndicale statue sur l'admissibilité de la demande et sur l'opportunité de l'admission, sans motiver sa décision. En cas d'admission, elle avisera les membres du marché aussitôt sa décision prise et devra les informer deux jours de bourse avant l'inscription de la valeur à la cote.

Art. 14 – La chambre syndicale constituera pour chaque titre admis un dossier spécial contenant toutes pièces autant que possible traduites en français et ce dossier sera tenu, au siège du syndicat, à la disposition des membres du marché.

Art. 15 – L'admission d'une valeur à la cote ne peut entraîner aucune responsabilité, ni vis-à-vis des membres du marché, ni vis-à-vis des tiers. La Chambre syndicale peut prononcer la suppression d'une valeur inscrite ».

Pour les CAC de province, nous nous contentons de citer un extrait du Règlement particulier de la CAC de Lyon du 12 février 1899, les règlements étant similaires, voire même identiques au mot près (voir Courtois & Vidal (1902, p. 445-531)) :

« Art. 67 – Les deux parties du bulletin de la cote, prévu à l'article 80 du décret du 7 octobre 1890, sont publiés séparément.

Art. 68 – Des délibérations de la chambre syndicale déterminent les valeurs qui seront cotées au comptant seulement à la partie officielle de la cote et celles qui y seront cotées au comptant et à terme ».

4.B Sources utilisées pour la construction de la base de données

Cette annexe présente l'ensemble des sources utilisées dans la constitution de notre base de données. Les relevés de la Commission Jaurès sont conservés aux Archives Nationales (AN) dans le cas du marché officiel de Paris et au Centre des Archives Économiques et Financières (CAEF) pour les autres places :

— AN, Série C, C7452 : Affaire Rochette (1ère enquête), documents concernant les émissions de valeur.

— CAEF, Fonds Trésor, B31142 : Relevé des valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Bordeaux ; Relevé des valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Lille ; Relevé des valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Lyon ; Relevé des valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Marseille ; Relevé des valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Nantes ; Relevé des valeurs admises à la cote du Syndicat des banquiers en valeurs au comptant ; Relevé des valeurs admises à la cote du Syndicat des banquiers en valeurs à terme ; Relevé des valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Toulouse.

Pour distinguer les premières cotations des autres admissions en bourse (augmentations de capital, multicotations), nous avons eu recours aux :

— cotes officielles des différentes bourses ;

— listes des valeurs mobilières admises aux cotes officielles au 31 décembre 1904 publiées par la Direction du Mouvement Général des Fonds (Ministère des Finances 1905).

Nous avons collecté les données sur les émetteurs de ces titres principalement à partir des annuaires boursiers suivants :

- les annuaires officiels publiés par la CAC de Paris (Compagnie des Agents de Change de Paris 1898-1910) ;
- le *Manuel des valeurs cotées hors parquet à la Bourse de Paris* (Decourdemanche 1899), ses « successeurs », les annuaires boursiers dits « Desfossés » (*Annuaire Desfossés. Valeurs cotées en Banque à la Bourse de Paris* 1907–1910) et l'*Annuaire des valeurs inscrites à la cote du marché (comptant et terme)* (Syndicat des banquiers en valeurs au comptant près la Bourse de Paris 1902, 1909, 1911) ;
- les annuaires officiels publiés par la CAC de Lille (Compagnie des Agents de Change de Lille 1899-1909) ;
- le *Manuel des sociétés par actions de la région lyonnaise* publié par un agent de change lyonnais (Bonzon 1899, 1901) et les annuaires officiels de la CAC de Lyon (Compagnie des Agents de Change de Lyon 1903-1911) ;
- l'annuaire boursier publié par la CAC de Nantes (Compagnie des Agents de Change de Nantes 1906) et par la CAC de Toulouse (Tourraton 1908), tous deux malheureusement disponibles pour une seule année ;
- enfin, le *Manuel des sociétés par action de la région niçoise* publié par un banquier de Nice et ancien agent de change de Lyon (Gueyraud 1899-1902).

Nous avons également utilisé les publications suivantes :

- les procès-verbaux des Chambres syndicales de Bordeaux, Lille, Lyon et Marseille ;
- l'*Annuaire général des sociétés françaises par actions, cotées et non cotées* (*Annuaire général des sociétés françaises par actions, cotées et non cotées* 1897-1907) ;
- les *Archives commerciales de la France* (*Archives commerciales de la France* 1898-1909), publication bihebdomadaire d'annonces légales ;
- le *Recueil hebdomadaire* publié chaque semaine par la CAC de Paris et contenant des informations sur l'ensemble des marchés officiels de France (Compagnie des Agents de Change de Paris 1898-1906).

4.C Tables additionnelles

TABLE 4.C.1 – Test d'égalité de moyennes, Âge, sociétés introduites à Paris, 1898–1909

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf.	Interval]
Coulisse	204	3.1	.3	4.8	2.4	3.7
Parquet	128	4.8	.6	7.1	3.6	6.1
combined	332	3.8	.3	5.8	3.1	4.4
diff		-1.8	.7		-3.0	-.5

diff= mean(0) - mean(1) t=-2.692
H0 : diff = 0 degrees of freedom = 330

Ha : diff<0 Ha : diff!=0 Ha : diff>0
Pr (T < t) = 0.0037 Pr (T > |t|) = 0.0075 Pr (T > t) = 0.9963

Notes : La variable « Âge » est définie comme la différence en années entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société. Les sociétés introduites à la Bourse de Paris sont significativement plus vieilles que celles introduites en Coulisse.

TABLE 4.C.2 – Test d'égalité de moyennes, Taille, sociétés introduites à Paris, 1898–1909

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf.	Interval]
Coulisse	204	2 681 478	189 486	2 706 401	2 307 865	3 055 091
Parquet	128	8 620 094	866 493	9 803 246	6 905 461	10 300 000
combined	332	4 971 065	387 087	7 053 066	4 209 603	5 732 526
diff		-5 938 616	726 317		-7 367 412	-4 509820

diff= mean(0) - mean(1) t=-8.176
H0 : diff = 0 degrees of freedom = 330

Ha : diff<0 Ha : diff!=0 Ha : diff>0
Pr (T < t) = 0.0000 Pr (T > |t|) = 0.0000 Pr (T > t) = 1.0000

Notes : La variable « Taille » est définie comme le montant nominal de l'admission lors de l'introduction en bourse. Les sociétés introduites à la Bourse de Paris ont une taille significativement plus importante que celles introduites en Coulisse.

TABLE 4.C.3 – Test d'égalité de moyennes, Distance, sociétés introduites à Paris, 1898–1909

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf.	Interval]
Coulisse	204	23.4	5.7	80.8	12.3	34.6
Parquet	128	38.8	11.2	126.2	16.7	60.8
combined	332	29.3	5.5	100.8	18.4	40.2
diff		-15.3	11.4		-37.7	7.0

diff= mean(0) - mean(1) t=-1.349
H0 : diff = 0 degrees of freedom = 330

Ha : diff<0 Ha : diff!=0 Ha : diff>0
Pr (T < t) = 0.0890 Pr (T > |t|) = 0.1780 Pr (T > t) = 0.9110

Notes : La variable « Distance » est définie comme la distance en kilomètres entre le siège social de la société et le Palais Brongniart. Les sociétés introduites à la Bourse de Paris ne sont pas significativement plus éloignées du Palais que celles introduites en Coulisse.

TABLE 4.C.4 – Test d'égalité de moyennes, Âge, sociétés introduites à Lyon, 1898–1909

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Sociétés à proximité	187	3.8	.5	6.9	2.8	4.8
Autres	77	1.7	.2	1.9	1.3	2.1
combined	264	3.2	.4	6.0	2.4	3.9
diff		2.1	.8		0.5	3.6

diff= mean(0) - mean(1) t=2.623
H0 : diff = 0 degrees of freedom = 262

Ha : diff<0 Ha : diff!=0 Ha : diff>0
Pr (T < t) = 0.9954 Pr (T > |t|) = 0.0092 Pr (T > t) = 0.0046

Notes : La variable « Âge » est définie comme la différence en années entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société. Nous ne considérons ici que les sociétés introduites à Lyon et distinguons celles pour lesquelles la Bourse de Lyon était le marché géographiquement le proche des autres entreprises. Les sociétés introduites à la Bourse de Lyon et situées à proximité de celle-ci sont significativement plus vieilles que les autres.

TABLE 4.C.5 – Test d'égalité de moyennes, Taille, sociétés introduites à Lyon, 1898–1909

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Sociétés à proximité	187	1 058 243	79 648	1 089 165	901 114	1 215 372
Autres	77	1 374 364	152 718	1 340 098	1 070 199	1 678 529
combined	264	1 150 445	72 264	1 174 158	1 008 154	1 292 735
diff		-316 121	158 089		-627 407	-4 835

diff= mean(0) - mean(1) t=-1.999
H0 : diff = 0 degrees of freedom = 262

Ha : diff<0 Ha : diff!=0 Ha : diff>0
Pr (T < t) = 0.0233 Pr (T > |t|) = 0.04660 Pr (T > t) = 0.9767

Notes : La variable « Taille » est définie comme le montant nominal de l'admission lors de l'introduction en bourse. Nous ne considérons ici que les sociétés introduites à Lyon et distinguons celles pour lesquelles la Bourse de Lyon était le marché géographiquement le proche des autres entreprises. Les sociétés introduites à la Bourse de Lyon et situées à proximité de celle-ci ont une taille significativement plus faible que les autres.

TABLE 4.C.6 – Test d'égalité de moyennes, Distance, sociétés introduites à Lyon, 1898–1909

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Sociétés à proximité	187	24.2	3.2	44.3	17.8	30.6
Autres	77	385.4	12.9	113.4	359.6	411.1
combined	264	129.5	11.0	179.3	107.8	151.3
diff		-361.1	9.7		-380.2	-342.1

diff= mean(0) - mean(1) t=-37.248
H0 : diff = 0 degrees of freedom = 262

Ha : diff<0 Ha : diff!=0 Ha : diff>0
Pr (T < t) = 0.0000 Pr (T > |t|) = 0.0000 Pr (T > t) = 1.0000

Notes : La variable « Distance » est définie comme la distance en kilomètres entre le siège social de la société et le Palais du commerce à Lyon. Nous ne considérons ici que les sociétés introduites à Lyon et distinguons celles pour lesquelles la Bourse de Lyon était le marché géographiquement le proche des autres entreprises. Ces dernières apparaissent, naturellement, comme plus éloignées de Lyon.

TABLE 4.C.7 – Déterminants de l'introduction en bourse : Parquet, 1898–1909

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7) Poisson
Distance Paris	-0.253***		-0.183***	-0.198***	-0.196***	-0.245***	-0.304***
	(0.027)		(0.031)	(0.032)	(0.032)	(0.039)	(0.056)
Taille firme		0.792***	0.710***	0.719***	0.673***	0.630***	0.459***
		(0.087)	(0.092)	(0.098)	(0.131)	(0.139)	(0.088)
Âge firme				0.287***	0.288***	0.296***	0.281***
				(0.074)	(0.074)	(0.083)	(0.072)
Minimum					0.147	0.208	0.645*
					(0.218)	(0.229)	(0.276)
Alim., boisson, brasserie						-0.945	-0.830
						(0.554)	(0.689)
Assurance, banque et immo.						-0.007	-0.076
						(0.477)	(0.517)
Chemins de fer et tram.						-0.096	-0.060
						(0.471)	(0.508)
Chimie						-0.808	-0.732
						(0.491)	(0.587)
Élect., eaux et gaz						0.007	-0.010
						(0.454)	(0.506)
Fonderie, métal. et mines						-0.816	-0.725
						(0.460)	(0.527)
Transports et ports						-0.858	-0.740
						(0.479)	(0.580)
Valeurs diverses						-0.642	-0.639
						(0.462)	(0.530)
Constante	-0.313***	-12.492***	-10.872***	-11.319***	-10.753***	-9.856***	-8.562***
	(0.080)	(1.297)	(1.398)	(1.506)	(1.883)	(2.002)	(1.433)
Indicatrices annuelles						Oui	Oui
Observations	741	741	741	741	741	741	741
% de bonnes prédictions	82.7	87.6	87.6	88.0	88.0	89.2	–
Pseudo R^2	0.159	0.271	0.328	0.350	0.351	0.440	0.298

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$
La variable dépendante est une *dummy* qui vaut 1 lorsque la société est introduite en bourse au Parquet, 0 sinon. Les variables explicatives sont les suivantes : Distance Paris (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la Bourse de Paris) ; Age firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Minimum (*dummy* qui prend la valeur 1 si la valeur nominale de l'admission est supérieure à deux millions de francs) ; Indicatrices sectorielles (le secteur Textile est omis) et annuelles. Les modèles 1 à 6 sont estimés à partir d'une régression probit (la table présente les coefficients), le modèle 7 avec une régression de Poisson.

TABLE 4.C.8 – Déterminants de l'introduction en bourse : Coulisse, 1898–1909

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) Poisson
Distance Paris	-0.334***		-0.338***	-0.337***	-0.345***	-0.422***
	(0.025)		(0.029)	(0.029)	(0.033)	(0.047)
Taille firme		0.251***	-0.023	-0.020	0.061	0.038
		(0.039)	(0.055)	(0.056)	(0.065)	(0.059)
Âge firme				-0.119	-0.085	-0.056
				(0.068)	(0.072)	(0.058)
Alim., boisson, brasserie					1.128**	1.191*
					(0.408)	(0.463)
Chemins de fer et tram.					0.594	0.642
					(0.405)	(0.505)
Chimie					0.841*	0.950*
					(0.399)	(0.483)
Élect., eaux et gaz					0.328	0.422
					(0.395)	(0.496)
Fonderie, métal. et mines					1.269***	1.285**
					(0.352)	(0.436)
Textile					1.391**	1.473*
					(0.502)	(0.576)
Transports et ports					0.868*	0.996*
					(0.381)	(0.457)
Valeurs diverses					1.356***	1.344**
					(0.356)	(0.441)
Constante	0.256***	-4.186***	0.600	0.668	-1.367	-1.740
	(0.076)	(0.552)	(0.825)	(0.830)	(1.139)	(1.028)
Indicatrices annuelles					Oui	Oui
Observations	741	741	741	741	695	741
% de bonnes prédictions	64.4	64.4	77.3	81.7	–	
Pseudo R^2	0.253	0.035	0.254	0.257	0.364	0.254

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$
La variable dépendante est une *dummy* qui vaut 1 lorsque la société est introduite en bourse en Coulisse, 0 sinon. Les variables explicatives sont les suivantes : Distance Paris (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la Bourse de Paris) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Indicatrices sectorielles (le secteur Assurance, banque et immobilier est omis) et annuelles. Les modèles 1 à 5 sont estimés à partir d'une régression probit (la table présente les coefficients), le modèle 6 avec une régression de Poisson.

TABLE 4.C.9 – Déterminants de l'introduction en bourse : Lyon, 1898–1909

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) Poisson
Distance Lyon	-0.674***		-0.647***	-0.650***	-0.691***	-0.261***
	(0.094)		(0.094)	(0.098)	(0.102)	(0.021)
Taille firme		-0.628***	-0.485***	-0.483***	-0.501***	-0.252***
		(0.054)	(0.064)	(0.064)	(0.063)	(0.041)
Âge firme				-0.072	-0.178*	-0.027
				(0.074)	(0.082)	(0.054)
Alim., boisson, brasserie					-0.260	-0.029
					(0.422)	(0.184)
Chemins de fer et tram.					0.169	0.394
					(0.419)	(0.210)
Chimie					0.463	0.386*
					(0.384)	(0.172)
Élect., eaux et gaz					0.261	0.384*
					(0.342)	(0.184)
Fonderie, métal. et mines					0.046	0.300
					(0.335)	(0.174)
Textile					-0.505	0.344
					(0.566)	(0.249)
Transports et ports					-0.252	0.133
					(0.387)	(0.206)
Valeurs diverses					-0.152	0.140
					(0.335)	(0.163)
Constante	3.049***	8.455***	9.773***	9.832***	10.128***	3.312***
	(0.542)	(0.766)	(0.997)	(1.007)	(1.153)	(0.557)
Indicatrices annuelles					Oui	Oui
Observations	741	741	741	741	741	741
% de bonnes prédictions	85.8	74.1	86.9	87.3	89.5	–
Pseudo R^2	0.424	0.176	0.489	0.490	0.555	0.211

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$
La variable dépendante est une *dummy* qui vaut 1 lorsque la société est introduite en bourse à Lyon, 0 sinon. Les variables explicatives sont les suivantes : Distance Lyon (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la Bourse de Lyon) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Indicatrices sectorielles (le secteur Assurance, banque et immobilier est omis) et annuelles. Les modèles 1 à 5 sont estimés à partir d'une régression probit (la table présente les coefficients), le modèle 6 avec une régression de Poisson.

TABLE 4.C.10 – Déterminants de l'introduction en bourse : Parquet *versus* Coulisse, 1899–1909

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) Poisson
Distance Paris	0.014			-0.000	-0.000	0.015
	(0.052)			(0.054)	(0.063)	(0.048)
Taille firme		0.642***	0.683***	0.683***	0.591***	0.427***
		(0.108)	(0.120)	(0.119)	(0.140)	(0.084)
Âge firme			0.373***	0.373***	0.390***	0.321***
			(0.091)	(0.091)	(0.106)	(0.073)
Alim., boisson, brasserie					-0.799	-0.728
					(0.659)	(0.609)
Assurance, banque et immo.					0.635	0.334
					(0.633)	(0.488)
Chemins de fer et tram.					0.347	0.082
					(0.589)	(0.481)
Chimie					-0.409	-0.290
					(0.596)	(0.566)
Élect., eaux et gaz					0.310	0.136
					(0.584)	(0.483)
Fonderie, métal. et mines					-0.674	-0.631
					(0.550)	(0.499)
Transports et ports					-0.476	-0.384
					(0.592)	(0.558)
Valeurs diverses					-0.587	-0.605
					(0.564)	(0.508)
Constante	-0.389***	-9.943***	-10.996***	-10.996***	-9.414***	-7.999***
	(0.095)	(1.633)	(1.842)	(1.845)	(2.144)	(1.419)
Indicatrices annuelles					Oui	Oui
Observations	316	316	316	316	316	316
% de bonnes prédictions	64.6	75.3	77.5	77.5	82.0	–
Pseudo R^2	0.000	0.153	0.197	0.197	0.348	0.165

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$
L'échantillon est réduit aux entreprises introduites en bourse à Paris, soit au Parquet, soit en Coulisse. La variable dépendante est une *dummy* qui vaut 1 lorsque la société est introduite en bourse au Parquet, 0 quand elle est introduite en Coulisse. Les variables explicatives sont les suivantes : Distance Paris (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et le Palais Brongniart) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Indicatrices sectorielles (le secteur Textile est omis) et annuelles. Les modèles 1 à 5 sont estimés à partir d'une régression probit, le modèle 6 avec une régression de Poisson.

TABLE 4.C.11 – Déterminants de l'introduction sur une bourse non située à proximité, 1898–1909

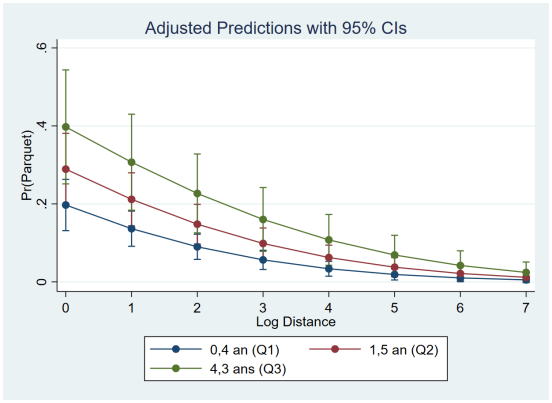
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12) Poisson
Paris	-0.794***						0.209	0.212	0.221	0.022	-0.078	-0.041
	(0.124)						(0.480)	(0.484)	(0.480)	(0.488)	(0.484)	(1.040)
Lyon		0.710***					1.120**	1.094**	1.083**	1.113**	1.183**	1.744*
		(0.113)					(0.476)	(0.479)	(0.476)	(0.470)	(0.470)	(1.019)
Lille			0.036				0.753	0.667	0.673	0.620	0.557	1.035
			(0.215)				(0.513)	(0.522)	(0.521)	(0.517)	(0.522)	(1.076)
Marseille				-0.020			0.701	0.696	0.715	0.649	0.644	1.089
				(0.237)			(0.522)	(0.527)	(0.523)	(0.521)	(0.520)	(1.083)
Nantes					0.466*		1.166**	1.167**	1.173**	1.143**	1.330**	1.917*
					(0.264)		(0.535)	(0.540)	(0.538)	(0.534)	(0.550)	(1.079)
Bordeaux						-0.734						
						(0.472)						
Distance								0.055	0.073*	0.069	0.074*	0.063
								(0.042)	(0.043)	(0.044)	(0.045)	(0.059)
Âge firme									-0.200**	-0.216***	-0.199**	-0.273**
									(0.078)	(0.080)	(0.080)	(0.128)
Taille firme										0.157***	0.179***	0.227**
										(0.058)	(0.058)	(0.095)
Indicatrices sectorielles											Oui	Oui
Indicatrices annuelles											Oui	Oui
Observations	735	735	735	735	735	735	735	735	735	735	735	735
% de bonnes prédictions	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	83.0	–
Pseudo R^2	0.067	0.060	0.000	0.000	0.004	0.005	0.085	0.088	0.100	0.110	0.146	0.113

Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

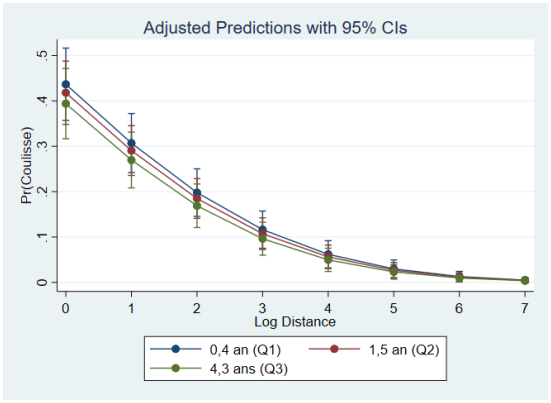
La variable dépendante est binaire : elle vaut 0 lorsque la société est introduite en bourse sur la place la plus proche géographiquement de son siège social, 1 sinon. Les cotations primaires à Toulouse sont supprimées de l'échantillon, puisque Toulouse n'attire aucune entreprise située plus proche d'une autre bourse. Les variables explicatives sont les suivantes : Paris (resp. Lyon, Lille, Marseille, Nantes et Bordeaux) est une variable binaire qui vaut 1 lorsque la société est introduite à Paris (resp. à Lyon, Lille, Marseille, Nantes et Bordeaux), 0 sinon ; Distance à la bourse la plus proche (calculée comme le log de la distance en kilomètre entre le siège social de la société et la bourse située le plus proche) ; Âge firme (calculée comme le log de la différence entre la date d'introduction en bourse et la date de création de la société) ; Taille Firme (définie comme le log de la valeur nominale de l'admission en bourse) ; Indicatrices sectorielles et annuelles. Les modèles 1 à 11 sont estimés à partir d'une régression probit (la table présente les coefficients), le modèle 12 avec une régression de Poisson.

4.D Graphiques additionnels

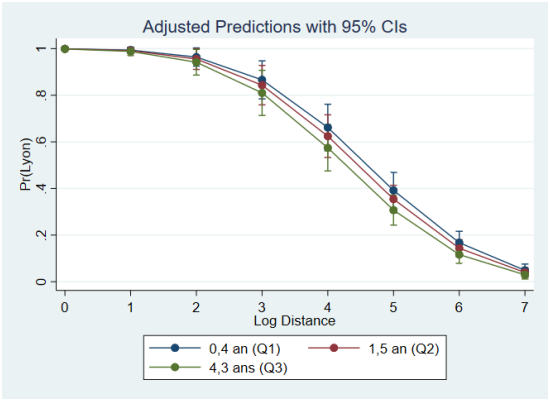
FIGURE 4.D.1 – Prédictions des modèles probit en fonction de la distance (évaluées aux différents quartiles de l'âge)



(a) Parquet



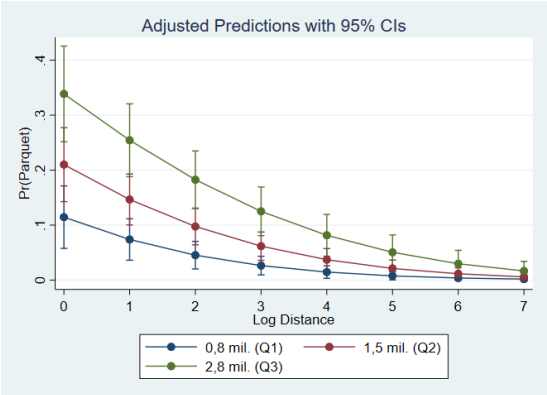
(b) Coulisse



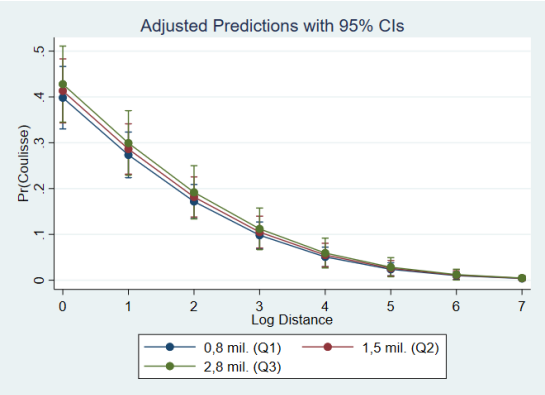
(c) Lyon

Note : Ces graphiques représentent la probabilité prédite par nos modèles « complets » (modèle 6, table 4.7 pour le Parquet ; modèle 5, table 4.8 pour la Coulisse ; modèle 5, table 4.9 pour la Bourse de Lyon) pour une entreprise d'être introduite sur l'une des trois bourses en fonction de la distance entre son siège social et la place financière considérée, évaluée aux différents quartiles de la variable d'âge, les autres variables étant fixées à leur valeur moyenne.

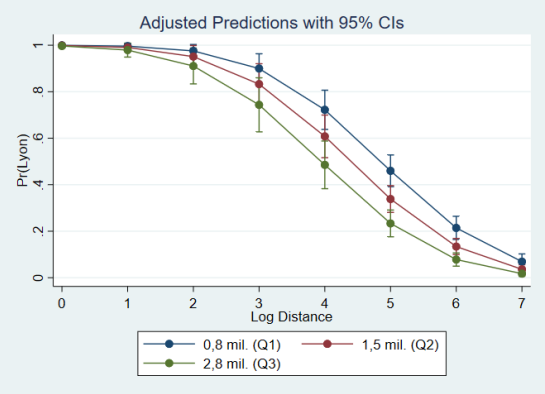
FIGURE 4.D.2 – Prédictions des modèles probit en fonction de la distance (évaluées aux différents quartiles de la taille)



(a) Parquet



(b) Coulisse



(c) Lyon

Note : Ces graphiques représentent la probabilité prédite par nos modèles (modèle 6, table 4.7 pour le Parquet ; modèle 5, table 4.8 pour la Coulisse ; modèle 5, table 4.9 pour la Bourse de Lyon) pour une entreprise d'être introduite sur l'une des trois bourses en fonction de la distance entre son siège social et la place financière considérée, évaluée aux différents quartiles de la variable de taille de l'entreprise, les autres variables étant fixées à leur valeur moyenne.

4.E Aménagement du Palais Brongniart

FIGURE 4.E.1 – La Bourse et sa Corbeille (dessin de Crafty, 1891)

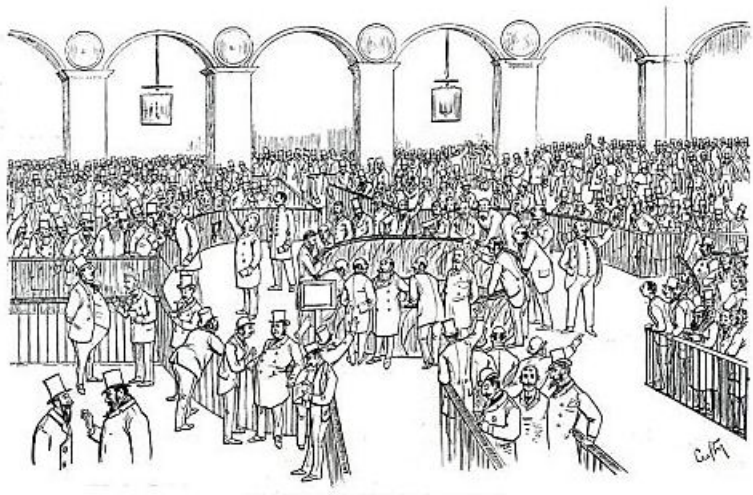
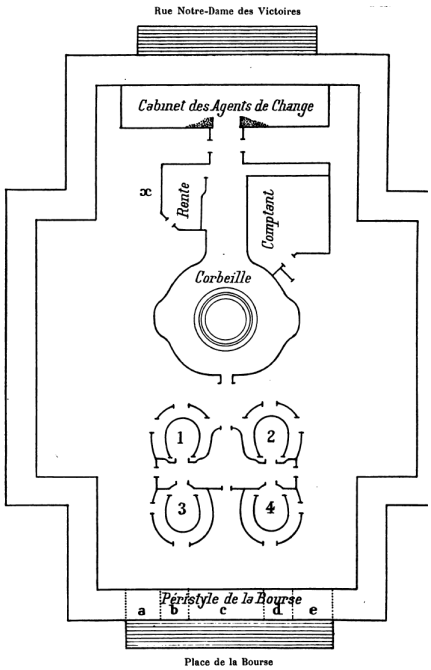


FIGURE 4.E.2 – Aménagement du Palais Brongniart en 1908



Source : Boissière (1908, p. 231). Pour le marché officiel, outre la Corbeille, la Rente et le Comptant, il existe quatre groupes spéciaux : 1– Groupe de « l'Extérieure », 2– Groupe du « Rio », 3– Groupe du « Métro », 4– Groupe du « Turc ». Les espaces de négociation désignés par des lettres minuscules sont ceux de la Coulisse : a– Groupe des mines d'or à terme, b– Groupe des mines d'or au comptant, c– Groupe des valeurs diverses à terme, d et e– Groupe des valeurs diverses au comptant, x– Marché de la rente française.

Chapitre 5

« Lyon n'est plus » ! Le krach de l'Union Générale et la lutte pour la survie de la Bourse de Lyon, 1882–1913

Ce chapitre a été coécrit avec Angelo Riva (EBS Paris–PSE).

> « La rue de la République, où sont tous les comptoirs financiers, rappelait, après cent ans, la rue Quincampoix, champ de bataille étroit et sombre de Law, la rue Quincampoix ornée de tramways et d'équipages à deux chevaux. Car il faut bien le dire, de grands noms s'engageront avec les petits et les humbles, dans l'impeccable hausse de l'Union Générale, dans les Lyon et Loire. De grandes fortunes de la région sont atteintes par la crise d'aujourd'hui. Quoi d'étonnant ? La confiance qui avait gagné les plus incrédules. Et on comprend fort bien que ce sont encore les plus incrédules qui sont les premiers ruinés parce qu'ils ne se sont jetés dans la folle partie que jouait toute la ville qu'au moment où la baisse allait survenir. Dans le plus grand restaurant de Lyon, on ne pouvait ni de jour ni de nuit avoir un cabinet particulier. Tout était retenu par la jeunesse nouvellement dorée qui dépensait la monnaie de ses écus, tandis que le petit rentier, plus madré ou se croyant tel, se faisait reporter, pour augmenter encore ses gains inespérés. Jamais Lyon n'avait autant bu de champagne ».
>
> *Le Figaro*, 23 janvier 1882.

« Les agents de notre place [Lyon] sont, ou tous bons, ou tous mauvais ».

Lettre de Letourneur (directeur du siège local du Crédit Lyonnais) à Bailleux de Marisy, 8 janvier 1881, cité par Bouvier (1960, p. 109).

5.1 Introduction

La directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF) en Europe et la réglementation *Regulation National Market System* (NMS) aux États-Unis ont renouvelé l'intérêt porté par les professionnels et chercheurs aux dynamiques concurrentielles entre marchés financiers. La création d'un *level playing field* et l'entrée de nouvelles plateformes boursières a amené les observateurs à s'interroger sur la viabilité et les effets de la concurrence entre marchés. D'une part, la compétition a mis en doute l'autonomie, sinon la survie des places périphériques, et a déjà déclenché des vagues de fusions, acquisitions et cessions de plateformes. D'autre part, cette concurrence semble se concentrer sur les titres les plus liquides en délaissant ceux des petites et moyennes entreprises.

En France, un pays institutionnellement centralisé et de plus en plus intégré par la technologie, six, puis sept bourses régionales ont existé aux côtés des deux grands marchés de la capitale, la Bourse de Paris et le marché de gré à gré appelé Coulisse, de la première moitié du XIXe siècle à la fin du XXe. Cette configuration particulièrement stable sur la longue période amène à s'interroger sur les raisons de la survie des bourses régionales. Dans cet article, en nous fondant sur des mesures inédites de l'activité boursière et sur des archives récemment répertoriées (Riva 2012*a*), nous montrons comment la Bourse de Lyon, la plus importante place financière régionale, a pu résister à la concurrence de la capitale entre le début des années 1880 et la Première Guerre mondiale, une période de fort développement financier, considéré comme « l'âge d'or » des marchés financiers français et se relever après la plus grave crise de son existence.

Selon une littérature consolidée qui remonte à Stigler (1961), les externalités positives liées notamment à la liquidité, les économies d'échelle et d'envergure ainsi que les possibilités de diversification devraient conduire à la centralisation de l'activité boursière au sein d'un seul marché. Ces modèles présentent ainsi le marché unique comme la conséquence naturelle de la concurrence et préconisent une compétition à la « *the winner takes all* » : à l'équilibre, le marché le plus liquide aura absorbé tous les autres marchés (voir, entre autres, Pagano (1989*a*,*b*), Economides (1993, 1995), Gehrig (2000), Di Noia (2001)). Pourtant, différents arguments ont été avancés pour expliquer le « *network externalities puzzle* » (Madhavan 2000), à savoir la coexistence de différents marchés observée dans la réalité.

D'une part, des barrières informationnelles et la complexité de l'information peuvent freiner la dynamique de centralisation. Si des *traders* localisés autour d'une plateforme ne peuvent pas obtenir une information de qualité et à coût compétitif sur des émetteurs localisés aux alentours d'un marché éloigné, ils abandonnent la négociation des titres de ces émetteurs aux *traders* installés autour de ce marché. Les barrières informationnelles sont une fonction croissante de la distance et décroissante de la performance des technologies de l'information, ainsi que la taille des émetteurs (Malkamäki 1999, Gehrig 2000). Elles sont, en outre, plus fortes pour des instruments comme les actions, notamment celles de petites et moyennes entreprises négociées sur la base d'informations complexes, lesquelles sont souvent caractérisées par une forte composante *soft* : ces dernières demandent souvent des échanges en face-à-face pour être communiquées et comprises (Gaspar & Glaeser 1998).

D'autre part, la coexistence de plusieurs marchés peut être expliquée par l'hétérogénéité des *traders* en termes d'information, d'immédiateté, d'aversion au risque et de structure des coûts (voir, entre autres, Harris (1993), Madhavan (1995), Seppi (1997), Parlour & Seppi (2003)). Selon cette littérature, des *traders* hétérogènes choisissent la plateforme dont les caractéristiques organisationnelles – transparence, protocole de *trading*, critères d'admission à la cote, gestion du risque de contrepartie et niveau de transparence – satisfont leurs préférences. Ainsi, la concurrence amène les marchés à se différencier en termes de systèmes de négociation et de politique d'admission à la cote (Foucault & Parlour 2004). Avant le développement du *trading* électronique, les contraintes de capacité contribuent à expliquer la coexistence de plusieurs marchés. Une bourse mutualiste a pour objectifs la maximisation des rentes de ses membres et la survie du marché. Pour les réaliser, elle limite l'accès des opérateurs, ce qui facilite la mise en place des systèmes de gestion du risque de contrepartie tels qu'une contrepartie centrale, mais soulève des problèmes d'aléa moral. Le régulateur peut imposer des limites au nombre d'opérateurs dans l'objectif de renforcer la stabilité de ces derniers et du marché. Les limites posées au nombre d'opérateurs amène la bourse à sélectionner ainsi les titres les plus liquides en laissant en dehors de son marché les autres (White 2013).

La littérature historique sur les phénomènes de concurrence entre marchés financiers, et plus encore celle qui traite des relations entre bourses régionales et places centrales, demeure encore limitée, malgré la richesse de cas. En ce qui concerne les États-Unis, Brown Jr et al. (2008) étudient les effets positifs de la compétition entre le *New York Stock Exchange* (NYSE) et le *Consolidated Stock Exchange of New York* entre 1885 et 1926. Biais & Green (2007) analysent les dynamiques entre le NYSE et le marché de gré à gré quant à la négociation d'obligations dans la première moitié du XXe siècle. En France, la littérature se concentre sur les deux bourses parisiennes. Ainsi, Hautcœur & Riva (2012) étudient la concurrence entre la Bourse de Paris et la Coulisse au cours du XIXe siècle, tandis que Hautcœur et al. (2010) tentent de quantifier l'impact des deux réformes boursières de 1893 et 1898 sur les dynamiques de ces deux marchés. Pour l'Italie, Riva (2007, 2012*b*) analyse les relations compétitives entre les Bourses de Gênes et de Milan au cours de la Belle Époque.

Plus généralement, les relations entre les places centrales et les places régionales ont fait l'objet de quelques travaux, notamment aux États-Unis. Arnold et al. (1999) étudient les bourses américaines après la Seconde Guerre mondiale et ils montrent que les fusions entre marchés locaux ont permis à ces derniers de concurrencer directement le NYSE. O'Sullivan (2007) calcule que le nombre de valeurs cotées sur un marché boursier régional américain fait plus que doubler entre 1900 et 1930, notamment sous l'effet de critères de cotation sur ces marchés moins contraignants. Utilisant un argument similaire, White (2013) montre d'ailleurs qu'au cours de la période 1900-1933, les entreprises d'industries nouvelles et innovantes alimentent surtout l'activité des bourses régionales car ces émetteurs ne satisfont pas les critères d'admission au NYSE. Étudiant la deuxième moitié du XXe siècle, Caskey (2004) montre que la Bourse de Philadelphie a pu maintenir une part significative dans le *trading* des titres cotés au NYSE par l'adoption précoce des nouvelles technologies de l'information et à cause des limites que le NYSE imposait au nombre de ses membres. Michie (1985) étudie les relations entre le *London Stock Exchange* et les

bourses provinciales anglaises de 1850 à la Première Guerre mondiale : il décrit ainsi l'évolution des opérations d'arbitrages entre ces places et les conflits entre opérateurs et bourses déclenchés par le développement technologique. Campbell et al. (2016) analysent les bourses provinciales anglaises du Royaume-Uni entre 1869 et 1929 : si jusqu'en 1900, ces bourses jouaient un rôle crucial dans le financement des entreprises régionales, le changement des caractéristiques des entreprises cotées et une intégration des marchés de plus en plus forte causent leur déclin. Enfin, Burhop & Lehmann-Hasemeyer (2016) examinent les déterminants des choix de cotation des firmes sur les différentes places boursières allemandes, à la veille de la Première Guerre mondiale.

Les bourses régionales françaises sont, en revanche, mal connues. Straus (1985), en se fondant sur une analyse agrégée, établit que trois départements – le Rhône (Lyon), les Bouches-du-Rhône (Marseille) et le Nord (Lille) –, concentrent la majorité de l'activité boursière en province entre 1900 et 1910, même si leur poids diminue dans le temps, signe d'une diffusion géographique de l'activité financière. Oosterlinck (2010) et Oosterlinck & Riva (2010) étudient les relations concurrentielles entre les bourses françaises pendant la Seconde Guerre mondiale, largement dominées par les événements de la guerre. D'autres travaux portent sur une place particulière, sans toucher, sinon accidentellement, ses relations avec le reste du système boursier et ne placent pas le fonctionnement des bourses au cœur de l'analyse (Blondel (1997) sur Bordeaux, Gontard (1985) sur Marseille, Tassin (2000) et Petit-Konczyk (2004) sur Lille).

La Bourse de Lyon, pourtant la principale place régionale française, n'a pas fait l'objet de travaux récents. Ce cas d'étude est particulièrement intéressant car, dans l'histoire financière française, la Bourse de Lyon est le seul marché à avoir connu un véritable effondrement. En 1882, la Bourse de Lyon est en effet fermée et refondée à la suite du krach de l'Union Générale, après avoir connu l'apogée de son activité dans les années précédentes. Dans cet article, nous étudions comment la Bourse de Lyon a atteint ce sommet, notamment en facilitant des opérations plus risquées, pour ensuite en tomber, et la manière dont elle s'est relevée, en résistant aux pressions concurrentielles de la capitale. Nous montrons que la Bourse de Lyon s'est redressée après la crise de 1882, en particulier par une sorte d'alliance, implicite, avec la Coulisse qui devient son « meilleur client ». Ensuite, elle a pu faire face aux défis posés par une réglementation nationale de plus en plus favorable à la Bourse de Paris, et ainsi survivre, par le développement d'un *junior market* qui lui a permis d'admettre à sa cote des petites et moyennes entreprises locales, en dehors du champ d'action du marché parisien, et d'un marché hors-cote dominé par des titres faisant l'objet d'un arbitrage international.

Le reste de l'article est organisé de la façon suivante. La section 5.2 propose diverses métriques inédites de l'activité de la Bourse de Lyon et les compare aux mêmes données pour la Bourse de Paris. La section 5.3 montre comment la configuration particulière de la Bourse de Lyon a pu amplifier les effets du boom des années 1880 et 1881 et du krach de 1882. La section 5.4 illustre l'alliance avec la Coulisse et les effets de l'homogénéisation des bourses françaises imposée par le gouvernement. La section 5.5 détaille les effets centralisateurs de la réforme législative de 1898 et met en évidence les tentatives d'adaptation de la Bourse de Lyon notamment à travers le développement d'un *junior market* et d'un marché hors-cote. Enfin, la section 5.6 conclut.

5.2 À la recherche de mesures de l'activité de la Bourse de Lyon

Les bourses officielles françaises sont créées par décret gouvernemental et sont régies par les Compagnies des Agents de Change (CAC). Administrées par un Syndic et des adjoints réunis au sein d'une Chambre syndicale, ces Compagnies réunissent les agents de change dont le nombre, pour chaque place, est fixé par la loi. Officiers ministériels et négociants, les agents de change sont des intermédiaires purs qui, après « agrément de la Chambre syndicale », doivent acheter un office auprès de leur prédécesseur pour exercer la profession. Les agents de change bénéficient d'un monopole légal sur la négociation des titres admis à la cote officielle, monopole qui à Paris, est défié dès le début du XIXe siècle par la Coulisse (Hautcœur & Riva 2012). En contrepartie de ce monopole, les agents de change sont soumis à une réglementation spécifique prévue par le Code de commerce. Ils sont responsables sans limite de ce qu'ils ont vendu et acheté pour le compte de leur clients et ne peuvent pas accomplir d'opérations pour leur propre compte. Le courtage maximal qu'ils peuvent exiger est, de plus, fixé par décret. Les négociations se déroulent à la criée et en présence du public afin d'assurer une plus grande transparence. Enfin, les échanges sont encadrés par les règlements de chaque bourse jusqu'en 1890, le Code de commerce étant muet sur ce sujet [1].

Sous la responsabilité du Syndic, les CAC sont tenues de publier chaque jour de bourse une cote officielle. Celle-ci doit mentionner tous les prix au comptant faits dans la journée. Elle fournit aussi les cours minimum et maximum, ainsi que le premier et le dernier des prix relatifs aux opérations à terme, largement pratiquées et protégées par la jurisprudence, même si officiellement interdites jusqu'en 1885 (Hissung-Convert 2009). Depuis la réforme du Code de commerce de 1867, qui libéralise la création des sociétés anonymes jusqu'alors soumise à une autorisation gouvernementale, les bourses peuvent admettre à leur cote les titres de toutes les sociétés françaises régulièrement constituées, mais peuvent aussi – essentiellement de façon implicite pour garder des marges discrétionnaires – fixer des critères d'admission plus contraignants que le respect des normes en vigueur (voir chapitre 4). Les sociétés étrangères peuvent être admises si elles sont régulièrement constituées et cotées dans leur pays d'origine, en règle avec le fisc français et si la valeur nominale de leurs titres n'est pas inférieure à un montant fixé par la loi. Les emprunts publics français sont admis de droit alors que les obligations publiques étrangères doivent obtenir l'approbation du ministère des Finances et du ministère des Affaires Étrangères.

Toutefois, dans la France du XIXe siècle, aucune information sur les volumes négociés dans les bourses n'est publiée. Dans cet article, nous proposons pour la première fois trois mesures de l'activité de la Bourse de Lyon, dont la plus large couvre la période entre 1875 et 1913, ainsi qu'une estimation des volumes en niveau pour les années 1895–1907. De façon à pouvoir comparer nos résultats, nous utilisons les données équivalentes pour la Bourse de Paris et, dans la mesure du possible, pour les autres places françaises. Plus précisément, notre analyse quantitative repose sur trois mesures directement utilisées par les contemporains, à savoir l'évolution des courtages

1. Chaque règlement est soumis à l'approbation du ministère de tutelle de chaque bourse : le ministère de l'Agriculture, du Commerce et de l'Industrie pour les bourses de province avant 1862 et le ministère des Finances ensuite et pour la Bourse de Paris.

perçus par les agents de change, de l'impôt sur les opérations de bourse (IOB) versé par les CAC et de la valeur des offices de ces opérateurs. Par l'interpolation des données sur l'impôt des opérations de bourse avec des données d'archives révélant ponctuellement le montant des volumes négociés en francs (Lagneau-Ymonet & Riva 2018), nous proposons une estimation inédite des volumes en francs négociés à la Bourse de Lyon : entre 1895 et 1907, Lyon négocie en moyenne entre 15% du PIB de la France, mais cette part atteint jusqu'à 25% [2] (table 5.1). Ces montants absolus considérables représentent en moyenne 40% des négociations enregistrées dans les bourses de province sur cette période, mais seulement 3% environ des volumes à l'échelle nationale.

2. À titre de comparaison, Battilossi & Morys (2011, p. 12) trouve des proportions similaires pour la Bourse de Madrid : le ratio volumes échangés sur PIB atteint entre 15 et 30% pour la période 1895–1900, avant de connaître un pic à environ 35% en 1905 et de redescendre à 10-15% pour le reste de la décennie 1900.

TABLE 5.1 – Estimation du volume des transactions à la Bourse de Lyon, 1895–1907

Année	IOB Lyon (a)	IOB France (b)	Part Lyon au niveau national (en %) (c)	Volume France (milliards de francs) (d)	Volume Lyon (milliards de francs) (e)	PIB France (milliards de francs) (f)	Volume Lyon / PIB (en %) (g)
1895	236 410	10 082 000	2,3	235,5	5,5	21,8	25,3
1896	123 290	5 064 000	2,4	118,3	2,9	21,8	13,2
1897	151 658	5 526 000	2,7	129,1	3,5	23,2	15,3
1898	130 713	5 104 500	2,6	119,2	3,1	24,9	12,3
1899	158 482	6 883 500	2,3	160,8	3,7	25,4	14,6
1900	196 371	6 809 000	2,9	159,0	4,6	26,1	17,6
1901	179 681	6 147 500	2,9	143,6	4,2	25,6	16,4
1902	213 797	7 067 500	3,0	165,1	5,0	24,8	20,2
1903	197 031	7 366 000	2,7	172,0	4,6	26,2	17,5
1904	130 663	7 064 500	1,8	165,0	3,1	26,5	11,5
1905	148 766	7 703 500	1,9	179,9	3,5	27,5	12,6
1906	138 381	7 922 000	1,7	185,0	3,2	28,5	11,3
1907	160 301	7 774 000	2,1	181,6	3,7	30,7	12,2

Sources et notes : (a) IOB Lyon désigne le montant, en francs courants, d'impôt sur les opérations de bourse versé par la CAC de Lyon (Archives départementales du Rhône (ADR), CAC Lyon, 161 J 27 à 38, Inventaires, 1895–1907) ; (b) IOB France désigne le montant en francs courants d'IOB versé au niveau national publié par le *Bulletin de Statistique et de Législation Comparée* entre 1895 et 1907 ; (c) la part, en pourcentage, de Lyon est calculée comme (c) = (a) / (b) ; (d) il s'agit du volume des transactions en milliards de francs à l'échelle nationale tel qu'estimé par Lagneau-Ymonet & Riva (2018) pour la période 1900–1906. Nous avons utilisé la même méthode que ces auteurs pour prolonger la série en utilisant notamment le montant des transactions totales fourni pour l'année 1895 (CAEF, B-34010, Note pour le ministre, 18 février 1897) ; (e) donne le volume des transactions en milliards de francs courants à la Bourse et est calculé comme (e) = (c) × (d). Nous faisons ainsi l'hypothèse que la part de marché de la Bourse de Lyon dans l'IOB au niveau national et la part de Lyon dans les transactions nationales sont les mêmes ; (f) PIB en milliards de francs courants (Lévy-Leboyer & Bourguignon 1985, p. 331–332) ; (g) volume des transactions à la Bourse de Lyon en proportion du PIB : (g) = (e) / (f).

5.2.1 Les courtages perçus par les agents de change

Comme nous l'avons signalé, les agents de change sont de purs intermédiaires rémunérés par une commission, appelée courtage. L'agent de change n'est pas libre de fixer lui-même le courtage : le ministère des Finances fixe un tarif maximum de courtage, sur lequel se fondent les Chambres syndicales pour établir un tarif minimum et éviter que les agents de change ne se concurrencent sur cet aspect.

Le graphique 5.1 représente les commissions perçues annuellement par les agents de change de Lyon entre 1875 et 1913. Cette série a été reconstituée à partir des données de « marchés », pourcentage que la Caisse syndicale prélève sur les affaires des agents en vue de financer les investissements collectifs, de régler les frais de fonctionnement de la bourse et, éventuellement, de constituer un fonds de réserve. Le pourcentage prélevé varie à de rares occasions selon les besoins de la CAC et les tendances du marché : il est de 10% des courtages entre 1869 et juillet 1874, puis de 5% jusqu'au krach de janvier 1882. Ensuite, un prélèvement supplémentaire de 30%, soit 35% au total, est effectué pour solder les dettes des agents de change défaillants, et ce jusqu'en 1904[3]. La série de « marchés » constitue l'une des variables utilisées par la CAC elle-même pour apprécier l'évolution de l'activité sur la place et est donc systématiquement citée et commentée au cours des Assemblées générales de fin d'année[4]. Il est, dès lors, possible de calculer le total des commissions reçues par les agents de change. Formellement :

$$\text{Marchés} = x \times \text{Courtages} \Leftrightarrow \text{Courtages} = \text{Marchés}/x$$

où x est le taux en pourcentage des « marchés ».

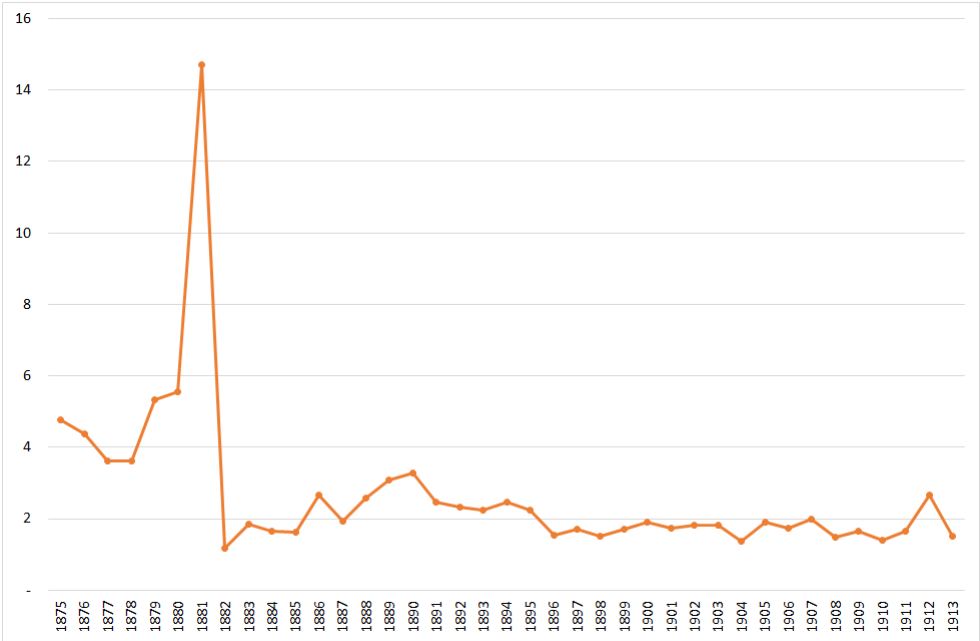
Le formidable développement des échanges à partir de 1879 apparaît clairement dans nos données (graphique 5.1). Les commissions annuelles, avoisinant les 4 millions de francs dans les années 1870, s'élèvent ensuite à plus de 5 millions avant d'atteindre près de 15 millions de francs en 1881, soit une multiplication par trois de l'activité en l'espace de quelques mois seulement ! La chute de l'activité est encore plus spéculaire que la hausse : les volumes échangés, tels que mesurés par ce proxy, sont divisés par douze ! Si le niveau des transactions en 1881 est tout à fait exceptionnel, il n'en demeure pas moins que la Bourse de Lyon ne parvient pas à retrouver au cours des 30 années suivant le krach, une activité équivalente, en valeur nominale, à celle du milieu des années 1870.

Les données relatives aux commissions de la Bourse de Paris ont été relevées à partir des vérifications semestrielles de la comptabilité des charges effectuées par la Chambre syndicale de Paris. Cette pratique, inconnue à Lyon, vise à évaluer la solvabilité de chaque agent de change. La Chambre syndicale reporte chaque semestre les principales données comptables de chaque

3. ADR, CAC Lyon, Procès-verbal de l'Assemblée générale (PV AG), 20 mai 1870, 30 décembre 1874, 13 mai 1882 et 22 avril 1904.

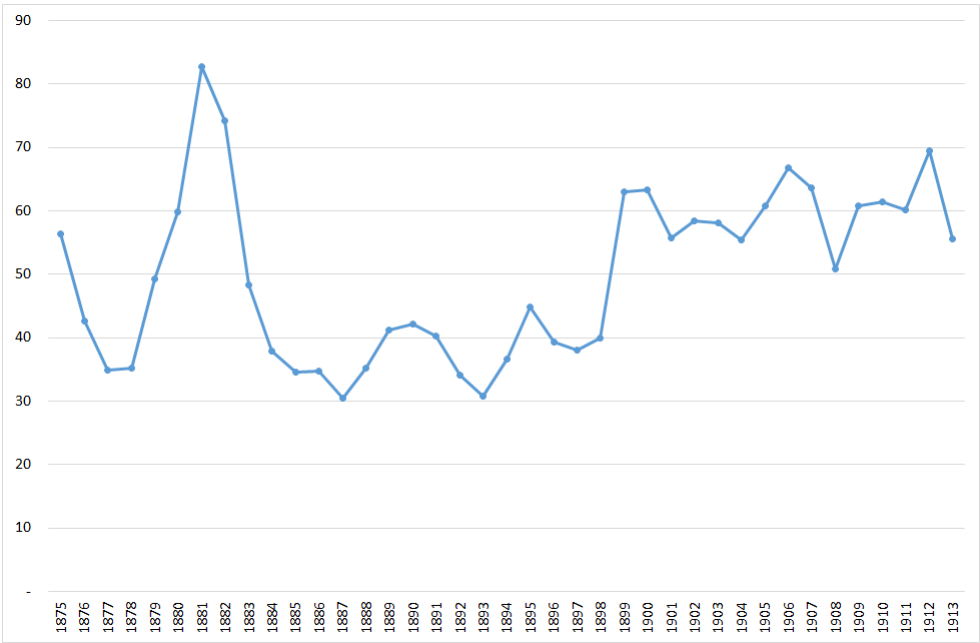
4. Dès 1861, M. Bonnardel, l'agent de change rapporteur de la commission de vérification des comptes de la Chambre syndicale, parle du chiffre des marchés comme « le thermomètre des affaires » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 28 décembre 1861).

FIGURE 5.1 – Commissions reçues par les agents de change de Lyon, 1875–1913



Sources : ADR, CAC Lyon, PV AG et PV Chambre syndicale (CS), 1875–1913 et calculs des auteurs.
Notes : Les montants sont exprimés en millions de francs courants.

FIGURE 5.2 – Commissions reçues par les agents de change de Paris, 1875–1913



Sources : Calculs des auteurs à partir des données issues de Verley (1989, 2007).
Notes : Les montants sont exprimés en millions de francs courants.

charge sur des feuilles standardisées qui sont ensuite conservées dans le dossier personnel de l'agent de change auprès de la Chambre syndicale. Sur la période qui nous intéresse le nombre de vérifications conservées aux Centre des Archives Économiques et Financières varie entre 1 et 58 par semestre avec une moyenne et un écart-type respectivement de 48 et 11,67. Nous avons ainsi calculé la moyenne des commissions sur les feuilles conservées par semestre et ensuite nous l'avons multipliée par le nombre d'agents : 60 jusqu'en 1898, 70 par la suite afin d'obtenir les commissions totales reçues par les agents de change de Paris (graphique 5.2) [5]. Cela nous permet de construire la part de marché de Lyon par rapport à Paris (graphique 5.3, série « Courtages »). Les conclusions sont immédiates : en période « normale », au milieu de la décennie 1870, l'activité de la Bourse de Lyon représente entre 8 et 10% de celle de sa consœur parisienne. Pendant l'euphorie de 1881, sur 100 francs échangés au total en bourse, 15 le sont à Lyon, ce qui témoigne d'un développement des affaires plus rapide à Lyon qu'à Paris. Autrement dit, l'activité au cours des années 1880 et 1881 augmente deux fois plus rapidement à la Bourse de Lyon relativement à Paris qui connaît pourtant également un boom. Après la débâcle de 1882, plusieurs phases semblent se succéder : tout d'abord, une augmentation progressive de la part de marché de Lyon entre 1882 et le début de la décennie 1890, une stagnation de quatre années, puis une diminution à partir de 1895, suivie d'une nouvelle stagnation au début du XXe siècle. Selon nos calculs, à la veille de la Première Guerre mondiale, les transactions à la Bourse de Lyon ne comptent plus que pour 2,5% de l'activité sur les marchés officiels de Paris et Lyon.

5.2.2 L'impôt sur les opérations de bourse versé par les agents de change

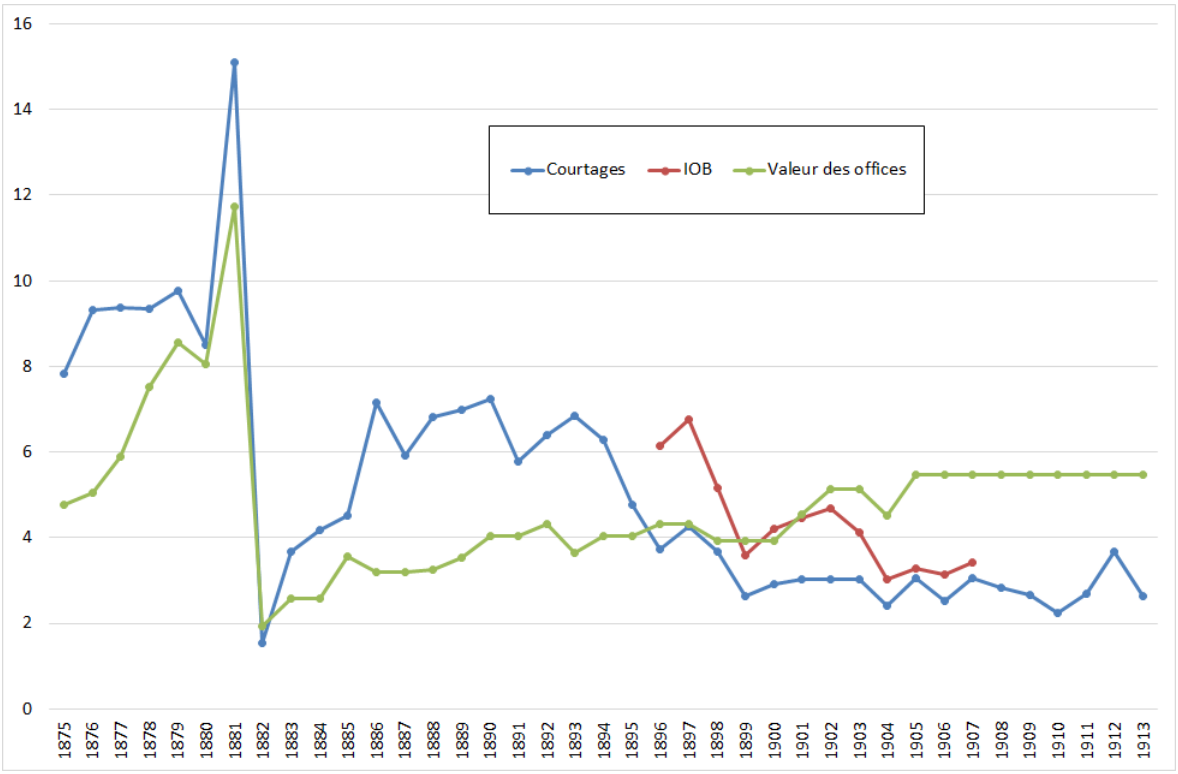
La seconde mesure que nous proposons pour évaluer l'évolution de l'activité à la Bourse de Lyon est l'IOB. Cet impôt, instauré en juin 1893, concerne toutes les opérations boursières et est proportionnel à la valeur des transactions. Il devient, à ce titre, un outil de suivi de l'activité des bourses pour les contemporains et des CACs en premier lieu [6]. Le taux de l'IOB est variable selon le type d'opération et le titre concernés. Après une forte diminution du taux sur les rentes françaises à la fin de 1895, le taux d'imposition pour les opérations sur les valeurs autres que la rente française double au début de 1908. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, un montant d'IOB versé équivalent avant et après la réforme signifie une augmentation de l'activité boursière entre 1896 et 1907 par rapport à la période précédente, l'inverse étant vrai pour la période 1908-1913. Aucune information n'étant disponible sur la composition des volumes échangés, il est donc impossible de corriger les effets de ces modifications de taux. Le *Bulletin de Statistique et Législation Comparée*, publié par le ministère des Finances, fournit, pour la période de juin 1893 à décembre 1907, les statistiques mensuelles de l'IOB collecté par le Trésor avec la ventilation suivante : « Paris - Agents de change », « Paris - Autres » [7], « Province » et « France ». Après

5. Les auteurs remercient chaleureusement Patrick Verley pour avoir mis à leur disposition les données publiées dans Verley (1989, 2007).

6. Par exemple, dans son rapport sur les comptes de l'exercice 1907 de la CAC de Lyon, M. de Villaine écrit : « Ces deux comptes [les marchés prélevés par la CAC et les paiements d'IOB] constituent en quelque sorte le baromètre de notre activité et les plus-values qu'ils présentent nous montrent que dans l'ensemble l'année 1907 a été favorable à la place de Lyon » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 20 décembre 1907).

7. Cette catégorie regroupe toute une série d'intermédiaires financiers intervenant notamment en Coulisse ou encore sur le « Marché Libre », marché non réglementé se développant après l'organisation de la Coulisse en

FIGURE 5.3 – Synthèse, part de marché de Lyon (en %), 1875–1913



Sources : Pour les données de courtages, voir graphiques 5.1 et 5.2 ; pour les données d'IOB, voir graphique 5.4 ; pour la valeur des offices, voir le graphique 5.6.
Notes : La part de marché de la Bourse de Lyon est calculée comme suit :

$$\frac{\text{Valeur de la variable à Lyon}}{\text{Valeur de la variable à Lyon} + \text{Valeur de la variable à Paris}} \times 100$$

cette date, il ne publie que le montant agrégé pour la France. Le dépouillement des archives de la Bourse de Lyon a fourni des données très fines concernant le paiement de cet impôt, à savoir le montant versé par la Caisse syndicale pour l'ensemble des agents de change, après chaque liquidation, c'est-à-dire par quinzaine pour la période entre 1896 et 1913 [8]. L'ensemble de ces données, annualisées, sont représentées sur le graphique 5.4. Elles confirment, tout d'abord, l'inversion de la hiérarchie à Paris autour de la réforme de 1898 identifiée par Hautcœur et al. (2010) et la primauté de Lyon au sein des bourses régionales.

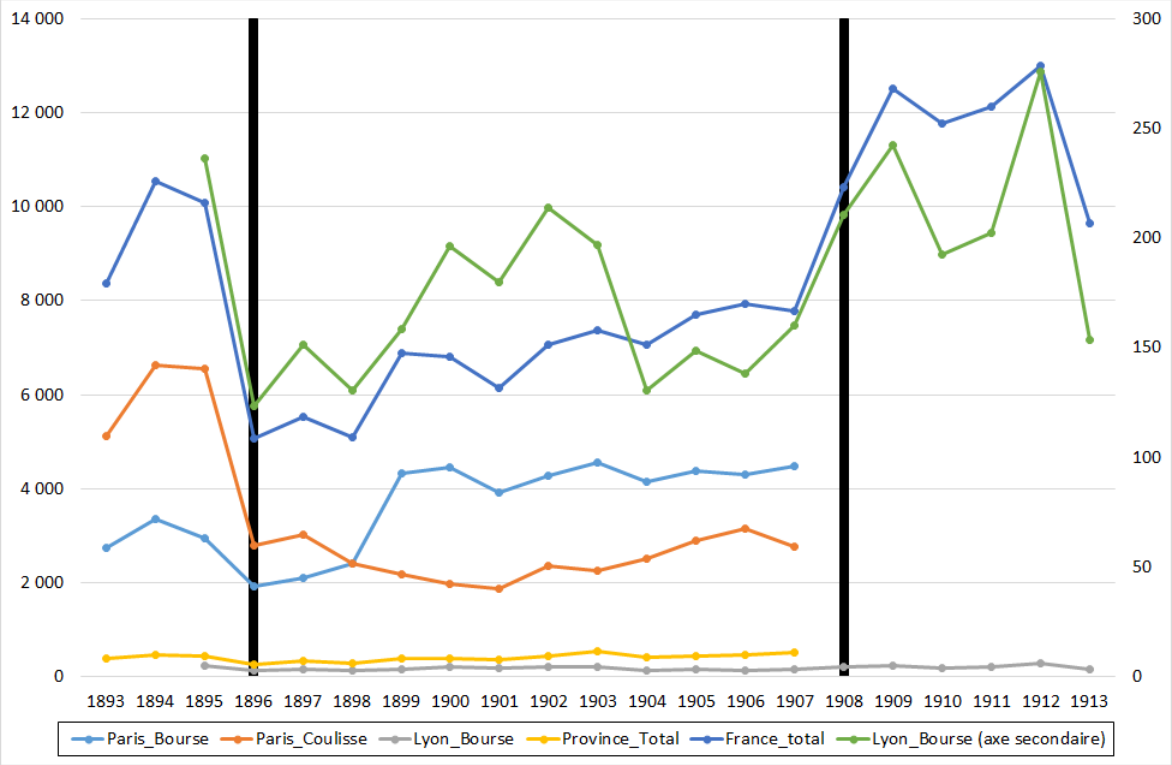
De manière à éliminer l'effet des changements du taux d'IOB et à mettre en évidence les dynamiques concurrentielles entre les différentes places financières, nous proposons un comparatif entre les deux marchés parisiens, le Parquet et la Coulisse, et les bourses de province en termes de part de marché (graphique 5.5). Ce graphique permet d'établir une hiérarchie des places financières françaises. Après la réforme de 1898, le Parquet compte pour environ 60% des opérations, suivi de la Coulisse avec environ 30%, les bourses régionales se partageant le reste de l'activité. Au sein de ce dernier groupe, si l'activité de la Bourse de Lyon est équivalente à toutes les autres bourses régionales, considérées globalement, entre 1896 et 1902, on constate une diminution de l'importance de Lyon à partir de 1903.

Le graphique 5.3 (série « IOB ») représentant la part de marché de la Bourse de Lyon par rapport à la Bourse de Paris, calculée à parti des données d'IOB, confirme nos résultats de la sous-section précédente. Tout d'abord, en termes d'amplitude : entre 1896 et 1907, l'activité à Lyon représente entre 3 et 7% de l'activité cumulée avec Paris. Sur cette même période, le coefficient de corrélation entre la part de marché de Lyon obtenue à partir des courtages et celle estimée à partir de l'IOB est de 0,9. En outre, la part de la Bourse de Lyon suit une évolution similaire à celle obtenue à partir des courtages avec, en particulier, une diminution à la fin des années 1890 et une stagnation à partir de 1904. Le léger rebond de l'activité à Lyon entre 1899 et 1902 obtenu à partir de cette mesure est la seule différence notable, mais elle ne porte que sur 1,1 point de pourcentage, la part de marché lyonnaise passant de 3,6 à 4,7%. Ces différences peuvent s'expliquer par le fait que le périmètre de ces deux métriques n'est pas exactement équivalent, notamment en ce qui concerne les opérations dénouées sur une autre place. Par exemple, si un client envoie un ordre à un agent de change lyonnais et que ce dernier l'exécute à Paris, alors l'IOB sera payé entièrement à Paris (directement par l'opérateur parisien, qu'il soit agent de change ou coulissier) et le courtage sera partagé entre Paris et Lyon, l'agent lyonnais en recevant une partie sous forme de « remise ».

1899 (Dupont 1913). Ce marché, très mal documenté dans l'historiographie, ne semble pas jouer de véritable rôle économique et constitue le segment hors cote de la Coulisse, sur lequel les transactions, restreintes et spéculatives, portent sur des titres non admis à la cote de cette dernière (Guilmard 1912). De manière à fournir une vision d'ensemble simple, nous regroupons ces deux marchés sous l'appellation « Coulisse ». Il est enfin possible que des intermédiaires financiers aient conclu des opérations ponctuelles en dehors de ces marchés mais le poids de ces opérations est tout à fait marginal.

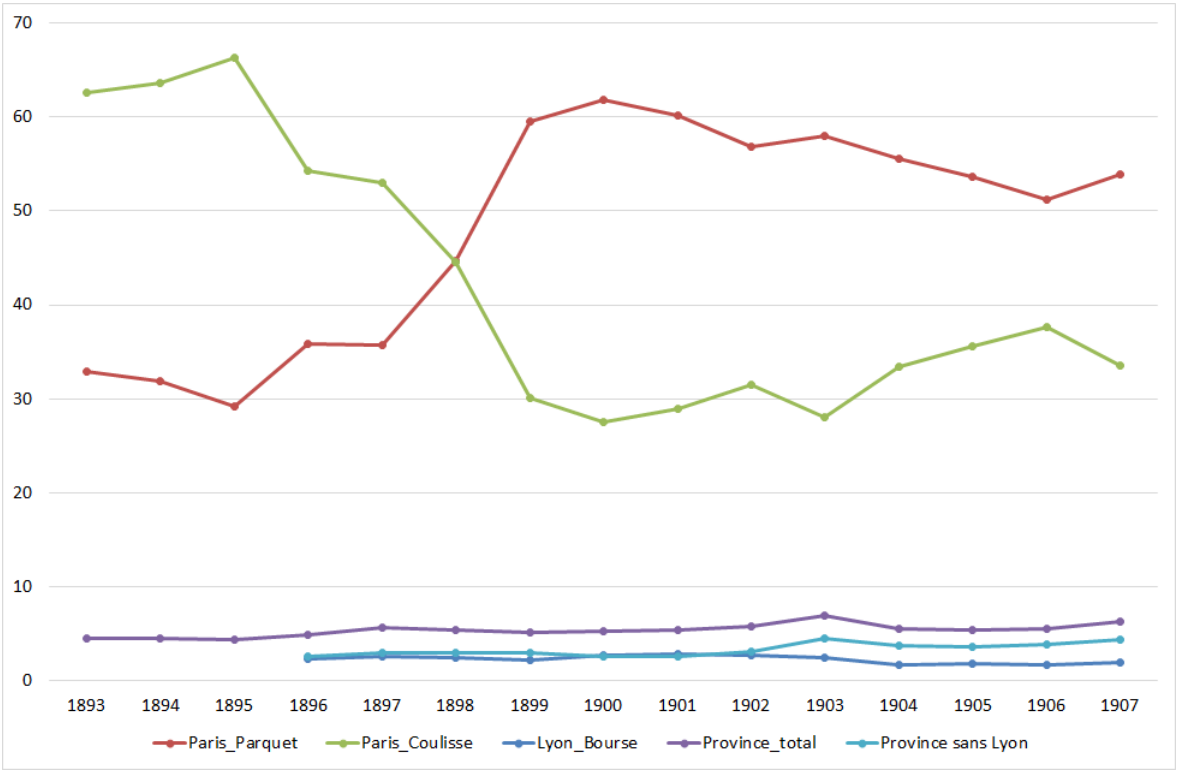
8. ADR, CAC Lyon, 161 J 27 à 43, Inventaires, 1896–1913.

FIGURE 5.4 – Impôt sur les opérations de bourse, comparatif national, 1895–1907



Sources : *Bulletin de Statistique et de Législation Comparée* (1895–1908) pour les séries « Paris_Bourse », « Paris_Coulisse », « Province_total » et « France_total ». La série « Lyon_Bourse » provient des inventaires établis par la Chambre syndicale de Lyon (ADR, CAC Lyon, Inventaires, 161 J 27 à 43, 1896–1913).
Notes : Les montants sont exprimés en milliers de francs courants. Les séries « Paris_Bourse » et « Lyon_Bourse » désignent l'IOB versé respectivement par la CAC de Paris et la CAC de Lyon. « Paris_Coulisse » donne l'IOB payé par les coulissiers, tandis que « Province_total » et « France_total » renvoient aux montants d'IOB collectés respectivement en dehors de Paris et au niveau national. Les deux barres verticales représentent l'entrée en vigueur, respectivement en 1896 et 1908, d'un nouveau taux d'IOB. Fin 1895, le taux d'imposition sur les opérations de rente française est divisé par quatre, tandis que fin 1907, le taux d'IOB pour les opérations au comptant et à terme de titres hors rente française est multiplié par deux. Ces changements affectent le niveau d'IOB versé par chaque entité, mais, à composition des échanges égales, les impactent dans les mêmes proportions. Les données pour la Bourse de Lyon sont reportées sur les deux axes de manière à pouvoir, d'une part, les situer par rapport aux autres places (axe de gauche), et, d'autre part, suivre précisément son évolution (axe de droite).

FIGURE 5.5 – Impôt sur les opérations de bourse, comparatif national (part en %), 1895–1907



Sources : Voir graphique 5.4.
Notes : Les parts sont calculées en proportion du montant total d'IOB versé en France au cours d'une année donnée (série « France total », graphique 5.4). Pour le détail des séries, voir le graphique 5.4. La seule série nouvelle est « Province sans Lyon » et est calculée comme l'IOB versé en dehors de Paris moins l'IOB payé par la CAC de Lyon.

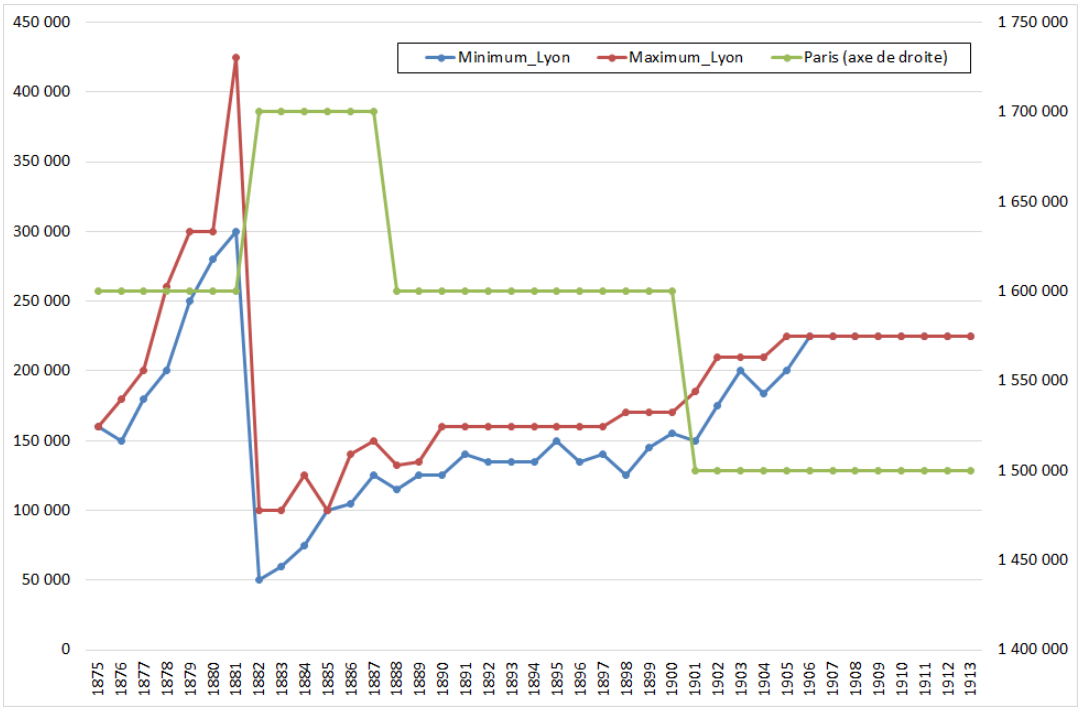
5.2.3 La valeur des offices d'agents de change

La dernière mesure que nous utilisons pour évaluer l'activité de la Bourse de Lyon est la valeur d'un office telle que déterminée lors de la cession de celui-ci. Lorsque le prix de l'office d'un opérateur est librement fixé sur le marché, il reflète les anticipations de profit du nouveau titulaire (Schwert 1977, Golbe 1986, Keim & Madhavan 2000). La somme de la valeur des offices représente donc, implicitement, la valorisation de la bourse en tant qu'institution. Depuis l'ordonnance du 28 avril 1816, les agents de change ont la possibilité de choisir et de présenter leur successeur. Le prix de vente de l'office est alors fixé entre l'agent de change et son successeur. Toutefois la Chambre syndicale dispose d'un droit de regard et cherche à ce que le prix de l'office soit le plus proche possible de sa valeur « intrinsèque », tout en veillant à une certaine homogénéisation du prix entre les charges afin de développer un esprit « corporatiste ». Il s'agit également d'une tentative des Chambres syndicales pour homogénéiser le « crédit » de chaque agent de change afin d'assurer la sincérité des cours. Dans son évaluation des offices, la Chambre syndicale de Lyon prend en compte la taille de la clientèle de la charge [9] et la situation générale de la Compagnie. Ainsi, en 1889, elle déclare qu'elle ne peut évaluer un office à un montant supérieur à 125.000 francs en « tenant compte du solde de la dette de la Compagnie et des charges qu'elle impose » [10]. De la même manière, agissant dans l'intérêt « des créanciers de l'agent de change sortant », la Chambre syndicale rejette, le 27 août 1886, l'acte de société d'un nouvel agent de change au motif que l'office n'était évalué qu'à 100.000 francs alors que la valeur courante des offices était de 135.000 francs [11]. Le prix de l'office n'est donc pas entièrement et librement déterminé par la rencontre de l'offre et de la demande. Nous montrons d'ailleurs dans l'annexe 5.B qu'il n'existe pas, à Lyon, de corrélation significative entre la valeur d'un office, le montant des courtages reçus et l'IOB versé par l'agent de change vendeur ou « sortant ». Cela suggère que la CAC privilégie une logique « corporatiste », notamment en limitant les écarts d'évaluation des offices d'une charge à l'autre, plutôt qu'une logique de marché dans la détermination de la valeur des offices. Le prix de l'office renseigne toutefois dans une certaine mesure sur les anticipations des agents de change eux-mêmes quant à la rentabilité moyenne des charges [12].

Le graphique 5.6 présente les valeurs annuelles minimales et maximales du prix des offices à la Bourse de Lyon et la valeur de la dernière transaction de l'année pour la Bourse de Paris au cours de la période de 1875 à 1913. Nous considérons pour cela à la fois les transmissions d'office et les estimations lors des renouvellements de société d'agents de change [13]. Entre juillet 1883 et

9. ADR, CAC Lyon, PV CS, 3 août 1867, 12 février 1869 et 10 juin 1869.
10. ADR, CAC Lyon, PV CS, 6 décembre 1889.
11. ADR, CAC Lyon, PV CS, 27 août 1886.
12. Par exemple, à l'occasion de l'installation d'un agent de change, le Syndic de la CAC lyonnaise déclare : « en 1869, la valeur de nos offices était à peine de 100.000 francs, nous n'avions aucun fonds de réserve. Le chiffre de nos comptes courants à la Caisse syndicale était lui-même entamé. Depuis, grâce aux sacrifices que notre Compagnie a su s'imposer, tout a été réparé, nos comptes courants sont intacts et notre réserve atteindra bientôt 1.200.000 francs, soit, près de 40.000 francs par charge ; aussi leur prix est-il remonté à 180.000 f. et est-il légitimement permis de compter sur des cours bientôt supérieurs » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 1er avril 1876).
13. Dans l'immense majorité des cas, un agent de change s'adjoint des bailleurs de fonds et forme une société en commandite pour l'exploitation de son office. Pratiqué dès le début du XIXe siècle, le droit de s'adjoindre des bailleurs de fonds pour les agents de change d'une bourse disposant d'un parquet est consacré par la loi du 2 juillet

FIGURE 5.6 – Valeur d'un office d'agent de change à Paris et Lyon, 1875–1913



Sources : Pour les deux séries lyonnaises : ADR, CAC Lyon, PV AG et PV CS, 1875–1913. Pour Paris : nous considérons la dernière transaction de l'année d'après White (2007, p. 129).
Notes : Les montants sont exprimés en francs courants. L'axe de gauche concerne les deux séries lyonnaises : « Minimum_Lyon » et « Maximum_Lyon », tandis que les données concernant la Bourse de Paris se lisent sur l'axe de droite.

juin 1914, 54 installations d'agents de change et 134 renouvellements ou demandes d'estimation de la charge ont lieu, soit 188 estimations d'offices au total. Le boom financier entre 1878 et 1881 se traduit par une augmentation de la valeur des offices : le prix maximum à débourser pour devenir agent de change double au cours de cette période. Après le krach de 1882 [14], la valeur minimale atteinte par un office est divisée par six, passant de 300.000 à 50.000 francs. Cette valeur augmente jusqu'en 1885, puis stagne autour de 130.000 francs entre 1886 et 1899. Ce n'est qu'à partir du début des années 1900 et l'extinction de la dette de l'ancienne Chambre syndicale que la valeur minimale d'un office dépasse les 150.000 francs, montant similaire, en valeur nominale, à celui d'avant l'euphorie du début des années 1880.

En comparaison, la valeur de l'office à Paris varie dans de proportions bien moindres, notamment parce qu'elle est plus strictement fixée par la Chambre syndicale de Paris et reste constante pendant plusieurs années (Riva & White 2011). Après le krach de 1882, il passe de 1,8 à 1,7 million de francs, montant en vigueur jusqu'à la fin des années 1880, où il diminue à 1,6 million. À partir de 1901, en accord avec le ministère des Finances, la Chambre syndicale décide de fixer

1862. Une estimation de la valeur de l'office est demandée par un agent à la Chambre syndicale lorsque celui-ci doit renouveler sa société ou lorsqu'un commanditaire souhaite sortir de l'association. Voir Levain & Verley (1987) et Verley (1989) pour une étude des sociétés d'agents de change à Paris pour la deuxième moitié du XIXe siècle.

14. La cession d'un office d'agent de change lyonnais en novembre 1881 pour une valeur de 425.000 francs constitue un record, en valeur réelle, ou le « *highest price ever* » pour la Bourse de Lyon, pour paraphraser Davis et al. (2007), pour le XIXe et le XXe siècles.

la valeur de l'office à 1,5 million de francs. En fixant un prix relativement « faible », la CAC et le ministère souhaite éviter qu'un agent de change, désireux d'amortir rapidement le coût de sa charge, ne se lance dans des opérations trop risquées et ne mette en danger la Compagnie toute entière [15]. Cette diminution de la valeur des offices cache, en réalité, une augmentation de la valorisation implicite de la Bourse de Paris. En effet, suite à la réforme de 1898, le nombre d'agents de change passe à Paris de 60 à 70.

Bien que nous ne sommes pas en présence d'un marché où le prix est déterminé uniquement par le jeu de l'offre et de la demande, nous pouvons comparer la valorisation implicite des Bourses de Lyon et de Paris, en multipliant la valeur de l'office (en prenant en compte la dernière transaction de l'année) par le nombre d'agents de change. La faible variation dans le temps de la valeur des offices empêche de commenter précisément l'évolution de la valorisation implicite de la Bourse de Lyon relativement à celle de Paris, notamment après 1882, pour les raisons que nous avons soulignées. Toutefois, ce calcul donne des ordres de grandeur comparables à nos estimations précédentes et nous conforte dans notre démarche. Avant 1882, l'évolution obtenue est la même que celle estimée à partir des courtages : le boom de la fin des années 1870 et du début des années 1880 apparaît une nouvelle fois comme plus marqué à Lyon qu'à Paris : le part lyonnaise passe de 4,8% en 1875 à 11,7% à la veille du krach (graphique 5.3, série « Valeur des offices »).

Prises globalement, l'évolution de la part de marché de la Bourse de Lyon, que l'on considère les commissions reçues ou les montants d'IOB versés par les agents de change, suggèrent l'existence de trois phases distinctes. Tout d'abord, le boom financier de la fin des années 1870 et du début des années 1880 est plus marqué à Lyon qu'à Paris. L'activité relative de la Bourse de Lyon connaît, ensuite, une phase ascendante entre 1882 et 1890, puis une stagnation jusqu'en 1894. La diminution de la part de marché de la Bourse de Lyon s'accélère après 1898. Enfin, la décennie 1900 semble correspondre à une stagnation de l'activité relative, avec toutefois un creux en 1904-1905. Les trois sections suivantes s'attachent à rendre compte de ces évolutions en considérant plus particulièrement les principaux éléments de la concurrence entre les deux marchés parisiens et la Bourse de Lyon.

5.3 Le boom, le krach et la chute de la Bourse de Lyon

Le boom de la fin de la décennie 1870 et du début des années 1880 et le krach financier qui s'en est suivi ont été bien étudiés, que ce soit, avec un point de vue centré sur l'Union Générale et ses activités, par Bouvier (1960), sur son ampleur par Le Bris (2012*b*, 2018) ou encore sur la gestion de la crise par la CAC de Paris par White (2007) [16]. Rappelons-en ici les principales

15. Centre des Archives Économiques et Financières (CAEF), CAC Paris, PV CS, 5 avril 1901.

16. La littérature sur la crise de 1882 et ses répercussions étant considérable, il ne nous est pas possible d'y faire référence de manière exhaustive. Citons, entre autres, Neymarck (1911, p. 221–433) pour un comparatif sur les crises à la Bourse de Paris au cours de la période de 1870 à 1913, Verdès (1965), Verdès-Leroux (1969) sur les conséquences politiques et sociétales du krach, et notamment la montée de l'antisémitisme liée au rôle supposé de la banque Rothschild dans la faillite de l'Union Générale et Hautcœur (1997) pour une perspective macroéconomique sur la période 1870–1900.

caractéristiques. La fin de la décennie 1870 est, tout d'abord, marquée par un développement économique et financier à l'échelle nationale. Le plan Freycinet, gigantesque programme de travaux publics lancé en 1878 afin de développer les réseaux de chemins de fer locaux, stimule l'activité et redirige une masse considérable de capitaux notamment vers l'industrie métallurgique et sidérurgique, quitte à créer un effet d'éviction pour d'autres secteurs dits de la « seconde révolution industrielle » (Le Bris 2012*a*). Cette période est également marquée par l'importance prise par les établissements de crédit. D'une part, le secteur bancaire dans son ensemble connaît une forte expansion, portée par la hausse des cours boursiers : on ne compte plus le nombre d'augmentations de capital et de créations de nouvelles sociétés financières, notamment de caisses de report, spécialisées dans les opérations du même nom. D'autre part, les établissements de crédit procèdent à de très nombreuses émissions de titres. Au total, on estime à 4 milliards de francs les émissions des sociétés privées pour la période 1879-1880 (Straus 2007, p. 368) et à près de 7 milliards de francs le montant total de titres émis pour la seule année 1882, soit près de 30% du PIB de cette même année[17] (Say 1886).

La destinée de la Banque de l'Union Générale, fondée à Lyon en 1878, est emblématique de ces évolutions. Opérant principalement sur le modèle de banque d'affaires, elle profite du contexte favorable et se développe, dans un premier temps, grâce à l'écoulement en France de titres austro-hongrois achetés à bas coût. Dans les mois suivants, un des moteurs du succès de l'Union Générale réside dans sa capacité à former des sociétés, notamment en Autriche-Hongrie et dans les Balkans, et à y obtenir des concessions, en particulier de chemins de fer. Sa croissance devient alors exponentielle. Son capital social est augmenté à trois reprises entre janvier 1879 et novembre 1881, passant de 25 à 150 millions de francs[18] ! La valeur de l'action nominale de 500 francs passe à la Bourse de Paris de 525 francs fin 1878 à plus de 2500 francs deux ans plus tard (graphique 5.C.1), sous l'effet de la croissance de la banque et des manipulations de l'établissement sur ses propres actions[19]. La forte augmentation des cours de l'action Union Générale durant ces années en fait, en 1881, la sixième plus importante capitalisation boursière française. La conjoncture se retourne au début du mois de janvier 1882, semble-t-il, suite à l'annonce de l'échec de la Banque de Lyon et de la Loire[20] dans l'obtention d'une concession de la Banque Maritime de Trieste[21] (Bouvier 1960, p. 142). La chute des cours des titres de cette banque, qui avaient accompagné la frénésie sur l'Union Générale, entraîne un revirement des

17. Nous utilisons les données de PIB de Lévy-Leboyer & Bourguignon (1985, p. 331).

18. L'enquête judiciaire consécutive à la faillite de l'Union Générale révèlera des fraudes commises lors de ces augmentations de capital, en particulier le recours à des prêtes-noms et le non versement du quart de la valeur nominale de chaque action émise (Bouvier 1960, p. 164–165).

19. Le syndic de faillite de l'Union Générale révèle que la banque détient, fin septembre 1881, 10.294 de ses actions. À la fin de l'année, ce chiffre monte à 26.502. Lorsque la banque cesse ses paiements, le 30 janvier, elle détient près de 98.003 de ses propres titres, soit environ 30% de son capital social (Bouvier 1960, p. 167).

20. La Banque de Lyon et de la Loire est fondée à Lyon en janvier 1881 par Charles Savary, député de la Manche, sur le modèle de l'Union Générale et dans le but de la concurrencer. Cet établissement connaît dans un premier temps une croissance très forte – son capital double en l'espace de quelques mois –, avant d'être déclarée en faillite en avril 1882.

21. L'incertitude au sujet de l'obtention de la concession par la Banque de Lyon et de la Loire demeure forte durant de longues journées de bourse, provoquant une grande instabilité des cours, puis une chute rapide, une fois la nouvelle confirmée (voir, par exemple, le récit fait dans les « Échos de la Bourse » de la revue *La Fantaisie* du 1er janvier 1882).

anticipations, notamment de la part des acheteurs à découvert, une baisse généralisée en bourse et des *bank run*.

Le recul du marché, mesuré par la variation absolue de l'indice CAC40 regroupant les quarante plus importantes capitalisations boursières françaises, est de -14,4% pour le seul mois de janvier 1882 (Le Bris & Hautcœur 2010). Cette baisse peut sembler faible, notamment au regard d'autres épisodes de crise. Le Bris (2010, 2018) montre, toutefois, que la prise en compte du contexte financier est primordial pour évaluer l'ampleur d'un krach boursier. En effet, une forte baisse des cours, par exemple, a des conséquences limitées dans un environnement financier volatile, mais se révèle désastreuse dans une période de relative stabilité. Ainsi, en tenant compte de la volatilité globale du marché mesurée à partir de l'écart type d'un indice boursier, le krach de janvier 1882 apparaît comme le plus grave de l'histoire financière française contemporaine, avec une variation ajustée est de -7,5% [22].

Nous nous concentrons dans la suite de cette section sur le contraste saisissant entre Paris et Lyon, tant dans la phase de hausse que de baisse. Entre 1880 et 1881, le montant des commissions reçues par les agents de change lyonnais est multiplié par 2,6, contre 1,4 « seulement » à Paris. Si l'on prend comme point de référence l'année 1875, l'augmentation atteint 208% à Lyon, contre 47% à Paris. En 1882, l'activité, toujours estimée à partir des commissions, est divisée par 12,6 à Lyon, contre 1,1 à Paris ! On retrouve un contraste similaire concernant la valeur des offices : alors qu'elle demeure quasiment constante à Paris entre 1875 et 1885, un office atteint en 1881 un prix maximal de 425 000 francs à Lyon, soit une augmentation de près de 40% par rapport au maximum de 1880. Après le krach de janvier 1882, les offices à Lyon perdent plus de 80% de leur valeur.

En utilisant pour la première fois les archives de la CAC de Lyon, nous analysons les facteurs expliquant que l'accroissement de l'activité à Lyon est fortement supérieur à celui de Paris. L'histoire des crises boursières est, le plus souvent, écrite d'un point de vue extérieur aux acteurs financiers, ce qui empêche parfois de comprendre l'ensemble des mécanismes à l'œuvre [23]. Au contraire, nous offrons ici la vision directe des acteurs financiers de Lyon – ou une « *view from the floor* » pour paraphraser White (2011) – et nous montrons comment les pratiques des opérateurs financiers lyonnais peuvent expliquer l'ampleur du krach et ses conséquences pour la Bourse de Lyon. En particulier, contrairement à la Bourse de Paris, Lyon ne bénéficie d'aucun soutien gouvernemental.

5.3.1 Un boom et un krach sans précédent à la Bourse de Lyon

Aynard, banquier et Régent de la Banque de France, résume simplement la situation lyonnaise en 1881 : toute la ville est transformée en « une vaste rue Quincampoix » (Aynard 1889, p. 13) [24]. 1881 est donc une année de forte spéculation boursière et vient couronner un mouvement débuté

22. À titre de comparaison, le mois de mai 1981 constitue le krach le plus fort en terme absolu avec une variation de -32,8%, mais, toujours selon les calculs de D. Le Bris, en prenant en compte le contexte volatile des années 1980, cette chute n'est, en valeur corrigée, plus que de 5,2%.

23. Voir, par exemple, l'ouvrage classique de Kindleberger (1978).

24. Cette référence à l'épisode de Law de 1720 est également fréquente dans la presse contemporaine. Voir par exemple, l'extrait cité en épigraphe de ce chapitre).

à la fin de la décennie 1870[25]. La presse locale et nationale ne cesse d'attiser, pas toujours de manière consciente, les esprits en narrant le destin de quelques particuliers ayant fait fortune grâce à la hausse des actions de l'Union Générale. *Le Figaro* nous fournit quelques exemples allant d'un commis de banque ayant fait fortune et vivant désormais de ses rentes près de la Méditerranée aux « ouvriers vendant leurs métiers pour acheter de l'Union » en passant par les « cochers devenant courtiers-marrons »[26]. Le boom et le krach se concentrent sur deux valeurs fortement ancrées dans la région lyonnaise : la Banque de Lyon et de la Loire et l'Union Générale[27]. Un témoignage indirect du développement des opérations financières à Lyon réside dans la création en 1879 d'un hebdomadaire financier pour la première fois entièrement dédié au marché local, *La Bourse Lyonnaise*, et dans l'espace grandissant pris par les « bulletins financiers » dans les quotidiens locaux.

Les échanges avec Paris sont facilités par l'installation d'un poste télégraphique directement en bourse, au Palais du Commerce, facilitant les échanges et participant à l'euphorie lyonnaise. La CAC de Lyon entame des discussions avec le ministère des Postes dès le mois de novembre 1871 afin d'obtenir un tel appareil[28]. Après de longues négociations, deux fils directs avec la Bourse de Paris sont mis en place à partir du 1er décembre 1880. Conscient de l'intérêt que cette installation revêt pour le « développement des affaires », la CAC de Lyon accepte de prendre à sa charge plus de 130.000 francs de charges, frais qui représentent à eux seuls près de 1,6 fois le montant de toutes les dépenses pour l'année 1880. Désormais, « quelques minutes suffisent pour l'échange des ordres [avec Paris] »[29]. Le succès est immédiat : alors qu'entre 285 et 460 télégrammes sont envoyés chaque jour de Lyon en mars 1881, la Chambre syndicale décide de réglementer davantage son usage en empêchant l'accès aux personnes extérieures à la CAC pour éviter la congestion et les retards dans la transmission des télégrammes des agents de change[30]. Quelques mois plus tard, en août 1881, le téléphone fait son apparition dans les cabinets privés des agents de change. À l'instar du service télégraphique, le Palais du Commerce se trouve littéralement encombré à partir de 1879. Ainsi il est décidé en mars 1881 d'installer des barrières en bourse « pour défendre de la foule nos employés chargés d'arrêter les compensations et de nous transmettre les ordres »[31].

Les règles de négociation propres à la Bourse de Lyon amplifient cet engouement et le mouvement de hausse. Tout d'abord, il est possible de négocier à terme par paquet de cinq titres,

25. Ainsi, faisant le bilan de l'année 1879, marquant par le développement de nombreux établissements de crédit, *La Bourse Lyonnaise* note : « il faut que les capitaux retournent maintenant vers nos valeurs industrielles [...] la spéculation a trop longtemps abandonné les actions de nos usines métallurgiques et de nos charbonnages » (6 janvier 1880).

26. « Le Figaro à Lyon », *Le Figaro*, 23 janvier 1882.

27. Bien qu'ayant son siège social à Paris, l'Union Générale est indissociable de la ville de Lyon. Lors de sa création, plus de 50% de ses actionnaires sont originaires des départements du Rhône, de la Loire et de l'Isère (Bouvier 1960, p. 24). On peut, en outre, lire dans *La Bourse Lyonnaise* du 16 octobre 1881 (cité par Cayez (1977, p. 975)) : « Tout Lyon est à l'Union, marchands de soie, fabricants d'étoffes, industriels, commerçants, épiciers, charcutiers, rentiers, concierges, cordonniers. Tous sans distinction de titre, de fortune et de rang achètent de l'Union ».

28. ADR, CAC Lyon, PV AG, 9 novembre 1871.

29. ADR, CAC Lyon, PV AG, 29 décembre 1880.

30. ADR, CAC Lyon, PV CS, 29 mars 1881.

31. ADR, CAC Lyon, PV CS, 21 mars 1881.

alors qu'à Paris les opérations à terme ne peuvent concerner que des multiples de vingt-cinq. Ces opérations, généralement menées à découvert, sont de fait facilitées et accessibles à des couches plus larges de la population. En outre, il est possible de négocier de manière officieuse pour des dates de liquidation plus éloignées que celles figurant sur la cote officielle [32]. Le Syndic le déplore à plusieurs reprises : ces opérations non seulement augmentent le risque de contrepartie proportionnel à la durée, mais n'étant, de plus, pas sanctionnées par une inscription sur la cote officielle, augmentent le risque juridique car elles pourraient être annulées par un tribunal [33]. Elles font donc peser de lourds risques sur les épaules des agents de change, d'autant plus que les opérations à terme sont très largement dominantes sur le marché lyonnais. En effet, elles constituent près de 90% de toutes les opérations effectuées par les agents de change et une couverture n'est pas systématiquement demandée aux clients par les agents de change.

Les agents de change ne semblent également pas exempts de tout reproche. Ils participent, tout d'abord, très largement au processus de création des caisses de report et autres agences financières, très actives sur le marché à terme et en matière d'émissions (Bouvier 1960, p. 116–120). Ils développent enfin un marché non-officiel : les agents de change défendent la tenue de sessions de bourse en dehors du cadre officiel par crainte de voir se développer une Coulisse à Lyon similaire à celle active à Paris [34]. Il s'agit de satisfaire les clients avec le prolongement des horaires contraignants du marché officiel et de négocier des valeurs non admises à la cote officielle.

L'examen des comptes rendus des réunions de la CAC de Lyon suggère que celle-ci avait conscience des risques encourus suite à l'emballement autour des titres de l'Union Générale et de la Banque de Lyon et de la Loire, mais les a sous-estimés. Contrairement aux pratiques en vigueur notamment à Berlin, Vienne ou encore Londres à cette époque, la Bourse de Lyon, à l'instar des marchés officiels français ne disposent pas d'une chambre de compensation formelle, mais d'une Caisse syndicale opérant selon des principes équivalents (Noyes 1893). De manière à limiter les mouvements d'espèces et de titres entre agents, la Caisse syndicale fonctionne comme une contrepartie centrale pour les opérations à terme en centralisant l'ensemble des transactions menées par les agents de change. À chaque liquidation, les charges sont tenues de remplir de longues fiches, appelées « feuilles de liquidation », fournissant la position en titres et espèces vis-à-vis des autres agents. Ensuite, la Caisse syndicale établit les balances, se chargent de faire opérer les mouvements, portant uniquement sur les « différences » et peut même avancer une partie des sommes en jeu si son fonds de roulement le permet. Clef de voûte de l'organisation boursière, elle constitue donc un poste d'observation privilégié pour l'étude du marché lyonnais. Les liquidations des opérations à terme deviennent, surtout à partir de l'année 1881, de plus en plus difficiles et toujours plus longues [35]. Le moindre retard de versement d'espèces et/ou de

32. Ces échéances sont : (1) la fin du mois courant et la fin du mois prochain pour les valeurs à une liquidation mensuelle, c'est-à-dire les titres de la rente française et (2) la quinzaine (ou la fin) du mois courant et la fin du mois courant (ou la quinzaine du mois suivant) pour les valeurs à deux liquidations mensuelles, à savoir tous les autre titres admis aux négociations à terme à la Bourse de Lyon.

33. ADR, CAC Lyon, PV CS, 9 septembre 1881 et 23 septembre 1881.

34. ADR, CAC Lyon, PV CS, 30 mai 1881.

35. Lors de l'Assemblée générale du 11 octobre 1881, le Syndic s'exprime en ces termes : « À la liquidation du 30 septembre un grand nombre de liquidations sont arrivés au pointage avec des feuilles inachevées ou à peine

titres de la part d'un agent entraîne une situation critique eu égard à la faiblesse du fonds de roulement de la Compagnie par rapport aux sommes mobilisées [36]. En février 1881, on décide de durcir les sanctions disciplinaires en cas de retard dans les versements à la Caisse syndicale. À plusieurs reprises, la Chambre syndicale s'émeut des montants élevés des reports et invite les agents de change à hâter le règlement de leurs liquidations en versant les sommes et/ou titres correspondants. En septembre 1881, pour augmenter la surface financière de la Compagnie face à des volumes en très forte hausse, la Chambre syndicale décide de porter de 60 000 à 100 000 francs le montant du compte courant de chaque agent à la Caisse syndicale [37] et de cesser la répartition annuelle du bénéfice syndical tant que les réserves de la CAC n'atteindront pas 3 millions de francs [38]. Le mois suivant, la même Chambre décide de ne plus employer de sommes en report afin de pallier l'insuffisance du fonds de roulement [39]. Toutefois, l'admission aux négociations à terme à Lyon des titres de la Banque de Lyon et de la Loire en novembre 1881 accroît encore davantage la tension [40].

En dépit de ces précautions, la première liquidation des opérations à terme de l'année 1882 est fatale à la Bourse de Lyon. Il suffit d'une semaine pour aboutir à la fermeture de la Bourse, situation inédite depuis l'instauration du parquet en 1845, et à la mise en liquidation de la Caisse syndicale et de toutes les sociétés d'agents de change. Après avoir mené une enquête officieuse, la Chambre syndicale invite, le 12 janvier 1882, deux agents de change, à expliquer précisément l'ampleur de leurs positions. La Chambre syndicale leur demande explicitement de « liquider [leurs positions] dans les deux jours qui vont suivre » [41]. Les autres agents de change lyonnais décident, sans l'accord explicite de la Chambre syndicale, de porter secours à leurs deux camarades dans les jours suivants, notamment en garantissant leurs opérations de report. Le 16 janvier, la Chambre syndicale décide officiellement de ne pas intervenir car « les intérêts communs de la Compagnie ne lui permettent de prêter à ces confrères aucun concours effectif » [42]. Il est calculé, postérieurement, que le débit des deux agents vis-à-vis de leurs confrères pour les opérations de bourse engagées atteint au total près de 9 millions de

commencées. Le désordre a été tel que la Chambre [syndicale] a dû étudier les moyens à employer pour faciliter les règlements des liquidations » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 11 octobre 1881).

36. En février 1881, le Syndic estime que chaque liquidation se solde par des différences de l'ordre de 8 millions de francs, alors que le fonds de roulement de la CAC de Lyon n'est que de 1,3 million de francs (ADR, CAC Lyon, PV AG, 12 février 1881).

37. Tout agent de change est tenu de verser à son entrée dans la Compagnie une somme sur un « compte courant ». Cette dernière fait office de cautionnement versé à la Caisse syndicale, ce qui lui permet d'effectuer le règlement des liquidations sans attendre les versements de chaque agent.

38. ADR, CAC Lyon, PV CS, 30 septembre 1881 et PV AG, 25 octobre 1881.

39. Concrètement, l'actif de la Compagnie se compose des cotisations syndicales des 30 agents et des réserves accumulées au cours des exercices précédents. Une partie de l'actif est, jusqu'en octobre 1881, placée à court terme sous forme de reports, de manière à bénéficier d'une rémunération (ADR, CAC Lyon, PV CS, 6 octobre 1881).

40. La Banque de Lyon et de la Loire est déclarée nulle le 5 mai 1882 par le Le Tribunal de Commerce de Lyon : dès la constitution de la société en avril 1881, les versements du quart du capital social, pourtant exigés par la loi, n'avaient pas été effectués (Bouvier 1960, p. 123). La Chambre syndicale de Lyon se rend ainsi coupable d'un défaut de vérification des exigences préalables à l'admission d'une valeur à la cote officielle.

41. ADR, CAC Lyon, PV CS, 12 janvier 1882.

42. ADR, CAC Lyon, PV CS, 16 janvier 1882. La Chambre syndicale rompt alors avec la jurisprudence en vigueur depuis la crise de l'été 1866 (voir chapitre 2).

francs[43], ce qui correspond peu ou prou au double de l'avoir de la Compagnie fin 1881[44]. Le 17 janvier un liquidateur judiciaire est nommé pour assurer la liquidation des charges des deux agents défaillants[45]. La journée du 19 janvier est capitale : suite à la cessation de paiement, la veille, de la Banque de Lyon et de la Loire, le Syndic convoque les banquiers de la place à une réunion à 15h, après la séance de bourse. Alors que la liquidation bat son plein[46], l'action 500 francs de l'Union Générale, cotée au comptant 2000 francs à l'ouverture de la séance de la Bourse de Paris, termine à 1460 francs, soit une baisse de 27% en quelques minutes seulement. Du fait de la défaillance de certains clients et de l'insuffisance des réserves accumulées, la CAC et les agents lyonnais ne peuvent plus subvenir aux paiements de la liquidation : la Bourse de Lyon ferme le 19 au soir.

Le passif laissé par les liquidations des 15 et 31 janvier 1882 est colossal : 14 agents de change présentent un solde débiteur à la Caisse syndicale, c'est-à-dire auprès de leurs 16 autres confrères, d'un montant total de 63,7 millions de francs. L'existence d'une dette des agents de change peut sembler paradoxale. En effet, comme nous l'avons souligné, ces opérateurs financiers ne sont que des intermédiaires purs et ne peuvent effectuer de transactions en leur nom propre. Toutefois, les agents de change sont responsables sans limite de l'exécution des ordres et des mandats qu'ils ont reçus de la part de leurs clients[47]. Ainsi, si un investisseur se révèle incapable de livrer finalement les titres ou les espèces correspondant à l'ordre donné à l'agent de change, ce dernier doit se substituer à lui et effectuer la livraison auprès de son confrère partenaire dans la transaction. L'agent de change a ensuite la possibilité de poursuivre judiciairement le client défaillant (Buchère 1892, p. 638–652). Dans le cas de la crise de 1882, de nombreux clients, acheteurs à découvert et reporteurs en particulier, furent dans l'impossibilité de livrer titres et fonds aux agents de change, ce qui explique le montant considérable du passif de la Caisse syndicale. Si l'on ajoute les dettes des agents envers leurs clients, on aboutit à un montant total de 191 millions de francs ! À titre de comparaison, le bénéfice de la Caisse syndicale s'élève à près de 1,2 millions de francs en 1881, de loin l'année la plus faste de l'histoire de la bourse lyonnaise[48]. Par ailleurs, à Paris, 14 agents sur 60 sont en difficulté et présentent un passif de

43. ADR, CAC Lyon, 161 J 209, Divers : position des agents 1882.

44. L'avoir de la Compagnie se compose fin 1881 des cotisations syndicales, de la réserve de fin 1880 et du solde du compte de profits et pertes pour l'année 1881 et atteint 4,9 millions de francs (ADR, CAC Lyon, PV AG, 29 décembre 1881).

45. La situation est si exceptionnelle que la Chambre syndicale convie à sa réunion un expert auprès du Tribunal de commerce de Lyon pour conseils (ADR, CAC Lyon, PV CS, 17 janvier 1882).

46. À Lyon, les liquidations de quinzaine sont organisées de la manière suivante : le premier jour suivant le 15 du mois est consacré à la réponse des primes (dans les opérations à terme dites « conditionnelles », l'investisseur verse une prime contre une option d'achat et décide à l'échéance du contrat d'exercer l'option et de lever les titres ou, au contraire, d'abandonner la prime), le deuxième à la réalisation des reports. Lors du troisième jour de bourse, chaque charge produit une « feuille de liquidation » permettant d'établir sa position vis-à-vis de la Caisse syndicale. Enfin, le quatrième jour – le 19 janvier 1882 dans ce cas – ont lieu, *via* la Caisse syndicale, le paiement des capitaux et la remise des titres (ADR, CAC Lyon, PV AG, 11 octobre 1881).

47. En revanche, les commanditaires associés dans une charge d'agent de change ne peuvent être tenus responsables que pour leur apport initial (Waldmann 1910, p. 520).

48. Fin 1881, le Syndic de la CAC de Lyon s'exclame en ces termes : « Parmi les phénomènes dont notre époque nous offre le spectacle un des plus curieux est le mouvement financier qui s'est opéré de nos jours au sein de la Société et tout particulièrement sur notre place. Le Parquet de Lyon s'est merveilleusement associé à ce mouvement d'affaires, et nous restons convaincus qu'il saura conserver ce qu'il a si laborieusement et si légitimement acquis » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 20 décembre 1881).

66,8 millions de francs lors de la liquidation de fin janvier 1882 que la CAC de Paris couvre *via* deux prêts bancaires [49] (White 2007, p. 133–134). Les passifs en liquidation sont donc d'ampleur comparable, alors que la surface financière de la Bourse de Paris est largement supérieure à celle de Lyon.

La Bourse de Lyon ouvre à nouveau le 23 janvier, mais seulement pour les opérations au comptant. Fin janvier, la Chambre syndicale est placée en liquidation judiciaire, de même que les 30 agents de change début février (Bouvier 1960, p. 195). Le 18 février, une nouvelle Chambre syndicale est installée. L'urgence pour la Compagnie est alors d'éviter des faillites d'agents aux conséquences particulièrement lourdes [50]. Pourtant, on constate un certain atermoiement sur la place lyonnaise : la CAC, confiante dans les décisions de justice à venir, tergiverse dans le choix du cours de compensation [51], et les agents de change repoussent les signatures de concordat avec leurs créanciers. On espère notamment que la dernière augmentation de capital de l'Union Générale en novembre 1881, et donc les opérations sur les actions nouvelles, seront purement et simplement annulées du fait des irrégularités constatées dans les opérations de la banque. L'attentisme des agents lyonnais n'est pas du goût du ministre des Finances, Léon Say. Il considère les pertes lyonnaises comme « purement privées », c'est-à-dire qu'il estime les agents de change, officiers ministériels, ont agi comme des opérateurs privés, complètement en dehors du cadre légal de la profession. Il refuse ainsi toute intervention de l'État ou de la Banque de France.

Say exige, dans le même temps, un règlement rapide de la situation à Lyon, sous peine de se montrer moins clément avec les agents défaillants : tout délai dans la liquidation d'insolvabilités aussi importantes pourrait entraîner des répercussions en chaîne. Say ordonne, en outre, la démission de cinq agents pour le 18 février et laisse le soin à la CAC de Lyon de les désigner. Lors de l'Assemblée générale du 17 février 1882, la CAC de Lyon reçoit M. Chabrière, délégué du ministre, lui rappelant cette exigence. Ce dernier invite les agents de change à « peser la différence qui existe entre une démission librement donnée et une révocation brutalement envoyée » [52]. Le représentant du ministère sort de la pièce en laissant les agents entre eux. Craignant l'impact en termes de réputation d'une révocation pour eux, comme pour la Compagnie dans son ensemble, cinq agents de change décident de démissionner : le Syndic, un de ses adjoints, un agent de change, débiteur de la Caisse syndicale et primo-actionnaire de la Banque de Lyon et de la Loire, ainsi que les deux premiers agents de change à avoir suspendu leurs paiements mi-janvier. La sanction est encore plus sévère pour trois d'entre eux : le décret du 25 mars 1882 les destitue. Leurs trois charges sont supprimées : le *numerus clausus* passe ainsi à 27 agents de change à

49. La CAC de Paris organise le règlement des liquidations de manière multilatérale depuis 1844 (CAEF, CAC Paris, PV AG, 16 décembre 1844). Le fonctionnement en est très largement similaire à ce que nous avons décrit dans le cas lyonnais.

50. L'article 89 du Code de commerce dispose, en effet, que tout agent de change est poursuivi, en cas de faillite, comme banqueroutier.

51. Le cours de compensation est un cours purement conventionnel, fixé par la Chambre syndicale et utilisé pour permettre la liquidation des opérations à terme par simples règlements des différences et sans transfert de titres. Habituellement, ce cours est déterminé à partir du premier cours au comptant du premier jour de liquidation. Dans la mesure où la Bourse de Lyon ferme le 19 janvier, l'on débat pour savoir s'il faut fixer un cours de compensation au niveau des prix de mi-janvier, ce qui favoriserait les « haussiers » ou de début février, plutôt à l'avantage des investisseurs ayant parié en faveur de la baisse des cours (Beaune 1882).

52. ADR, CAC Lyon, PV AG, 17 février 1882.

Lyon.

Dans son rapport au préfet du Rhône du 16 mars 1882, l'inspecteur des Finances reproche au Syndic et à son adjoint d'avoir failli à leur rôle modérateur face à l'emballement général et d'avoir laissé les premières opérations de liquidation mi-janvier débuter alors même qu'il était clair qu'elles ne pourraient être menées à leur terme, lésant ainsi certains agents de change et leurs clients [53]. Il est également reproché à l'adjoint au Syndic une grande imprudence dans la conduite de ses opérations avec la Coulisse. Enfin, l'inspecteur des Finances pointe, à propos du troisième agent de change démissionnaire, l'absence totale de rigueur dans la tenue de ses livres comptables et d'avoir utilisé des prête-noms : « depuis deux mois, le liquidateur de la charge n'est pas encore parvenu à établir une situation régulière et exacte ». L'office d'un des agents démissionnaires est transmis au début du mois de mars pour 50.000 francs, montant nominal connu le plus faible de l'histoire boursière lyonnaise. Quelques mois plus tôt, une charge s'échangeait contre 650.000 francs. Il faut attendre mai 1882 pour que les affaires à terme reprennent à Lyon [54]. Les règles de négociation sont alors calquées sur les usages en vigueur à la Bourse de Paris. En l'occurrence, aucune affaire ne peut être engagée pour une échéance dépassant 15 jours pour les valeurs à deux liquidations mensuelles et un mois pour les rentes.

5.3.2 Le non-sauvetage de la Bourse de Lyon par les autorités nationales

Malgré les démarches entreprises par des notables lyonnais et du président de la Chambre de commerce de Lyon fin janvier 1882 [55], le gouvernement décide de ne pas intervenir en faveur de la Bourse de Lyon et de lui interdire de solliciter un emprunt externe [56]. La Haute Banque lyonnaise, durement éprouvée par la déconfiture de l'Union Générale et des autres institutions financières auxquelles elle prenait part, ne semble de toute façon pas en mesure d'avancer à la CAC lyonnaise les sommes manquantes pour faire face aux deux liquidations de janvier 1882 (Bouvier 1960, p. 191–192). Le marché officiel parisien souffre également du krach mais bénéficie de deux emprunts : un de la Banque de France et garanti par un consortium de banques et de banquiers groupés autour de Rothschild (80 millions de francs) [57] et un second accordé par la seule banque Rothschild (18 millions de francs), lui permettant d'assurer les paiements. Grâce à leur richesse personnelle et leur réseau, les agents de change parisiens parviennent à rembourser rapidement, dès le mois d'octobre de la même année, ces emprunts [58]. À Paris, la crise de 1882 est donc avant tout une crise de liquidité et non une crise de solvabilité (Hautcœur & Riva 2012).

Comment peut-on expliquer cette différence de traitement entre les deux bourses ? Plusieurs raisons peuvent être avancées. Une explication souvent proposée par les contemporains consiste

53. ADR, CAC Lyon, PV CS, 18 mars 1882.
54. À cette date, onze charges d'agents de change, seulement, sont opérationnelles (Bouvier 1960, p. 209).
55. Le président de la Chambre de commerce, M. Sévène, se rend régulièrement à Paris, en compagnie d'E. Aynard et de H. Germain, du Crédit Lyonnais. Voir notamment Godart (1905, p. 304–307) et les délibérations du 26 janvier, 2, 9 et 23 février et 10 mars 1882 (Archives Chambre de commerce de Lyon, Registre des délibérations, Volume 28 : 1881-1882).
56. CAEF, CAC Paris, PV AG, 28 juillet 1882.
57. CAEF, CAC Paris, PV AG, 25 janvier 1882.
58. CAEF, CAC Paris, B-67701 Crises boursières (1874–1896), Note « Le krach de 1882 et la Compagnie des agents de change de Paris », non signée et non datée.

à considérer que la ville de Lyon, réputée conservatrice, a été punie par le gouvernement, « parisien », de centre-gauche. Sans nier ces rivalités politiques, nous voudrions ici insister sur des arguments économiques[59]. Tout d'abord, l'attitude de Say suggère la volonté du gouvernement de vouloir faire un exemple afin d'éviter le phénomène d'aléa moral. Pour ne rien arranger aux affaires lyonnaises, Say est hostile à Bontoux, fondateur et directeur de l'Union Générale, et considère la faillite de la banque comme « la conséquence inévitable d'un agiotage coupable » (Say 1883, p. 51). De plus, il apparaît clairement que la non-intervention du gouvernement, vient sanctionner les agents de change lyonnais, coupables à leurs yeux, de manquements graves. Ainsi, il est reproché à la Chambre syndicale dans son ensemble de ne pas avoir su mener sa mission de surveillance du marché et d'avoir notamment débuté les opérations de liquidation mi-janvier alors même que les sommes engagées étaient colossales et dépassaient de toute évidence les capacités de paiement de la CAC. Certains agents de change sont blâmés pour avoir tenu une comptabilité hasardeuse, d'autres pour avoir mené des opérations de forte envergure avec des coulissiers parisiens sans s'être assurés de leur solvabilité. À cela s'ajoute le cas de la création d'une caisse de report à laquelle ont participé en tant que primo-actionnaires plusieurs agents de change. De plus, à la limite de la légalité, un marché en banque est dirigé directement et officieusement par la CAC de Lyon. Sur ce marché, également nommé « marché libre », sont échangées plusieurs valeurs n'ayant pas été admises officiellement aux négociations par la Compagnie et parfois même des promesses d'actions ou d'autres titres provisoires, non encore définitivement autorisées par l'assemblée générale de l'émetteur. Parmi elles, se trouvent les actions du Crédit Provincial, banque parisienne, mais possédant de fortes attaches lyonnaises. Au cours de l'année 1881, le Crédit Provincial procède à trois augmentations de capital : de 2,5 millions, celui-ci passe finalement à 37,5 millions de francs ! Puisque la loi n'exige que le versement d'un quart des actions au moment de leur souscription, ces opérations revêtent un effet de levier, et donc potentiellement un risque, importants.

5.3.3 La gestion de la dette syndicale issue du krach de 1882

En l'absence de sauvetage gouvernemental, le rétablissement de la Bourse de Lyon passe par deux moyens : la remise sur pied des charges d'agents de change et l'échelonnement de la dette laissée par l'ancienne Chambre syndicale[60]. Les agents de change font alors face à deux possibilités. La réorganisation des charges constitue la première : les agents de change non démissionnaires peuvent choisir de transmettre leur office, solution retenue par sept d'entre eux. Les prix de vente de l'office se situent alors entre 50.000 et 75.000 francs, alors que la dernière transmission de l'année 1881 s'était effectuée à un prix de 425.000 francs, ce qui constitue une dépréciation d'au moins 80% ! La recapitalisation des charges constitue la deuxième option : il s'agit soit de demander aux anciens commanditaires d'apporter des capitaux frais, soit de s'entourer de nouveaux commanditaires. 18 agents choisissent cette option.

59. Bouvier (1960, p. 192) évoque l'explication « politique », mais suggère à plusieurs reprises dans son ouvrage des éléments que nous reprenons dans notre explication « économique ».

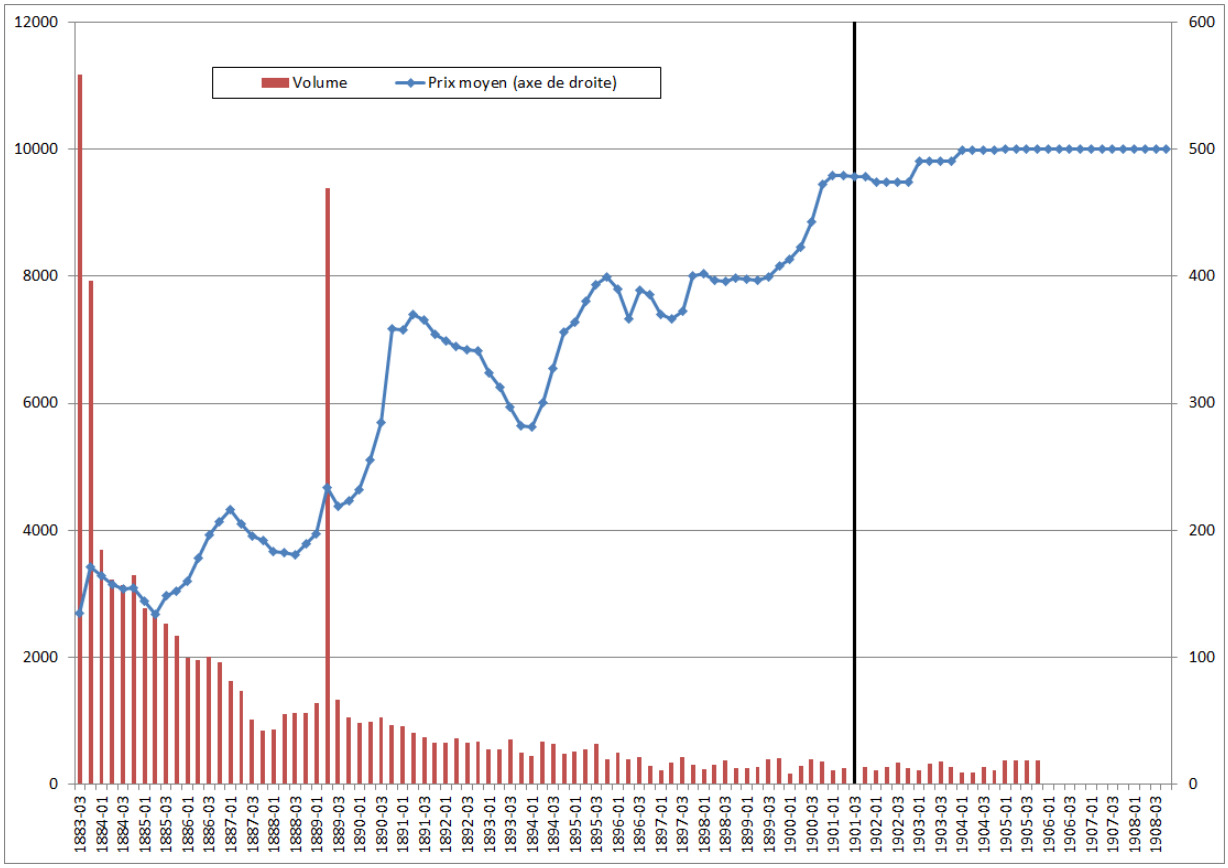
60. Cette dette est constituée par le passif restant des 14 agents de change débiteurs vis-à-vis de la Caisse syndicale après les deux liquidations de janvier 1882.

Deuxièmement, afin de faire face à l'énorme dette laissée par le krach de janvier 1882, la Compagnie décide d'émettre des bons, appelés « Bons de délégation de la Caisse syndicale », d'une valeur nominale de 500 francs et ne portant pas intérêt. Les conditions de négociabilité de ces titres ne sont pas connues avec certitude. Ils apparaissent, toutefois, comme « analogues à des lettres de change et n'en diffèrent que par la date indéterminée de leur échéance [et] rentrent dans la catégorie des mandats » [61]. Ils sont donc négociables, mais il est interdit aux agents de change de les coter officiellement. Au total, 101.547 bons sont émis pour un total de 50,8 millions de francs et sont délivrés aux agents de change le 20 mars 1883 [62]. Ces bons sont répartis entre les 17 agents de change créanciers de la Chambre syndicale (table 5.A.2). La créance moyenne de ces 17 agents envers la Caisse syndicale est de près de 3 millions de francs. Le montant le plus important est à mettre à l'actif de l'agent Picot avec plus de 8 millions de francs. Ces bons entrent ensuite dans les concordats proposés par ces agents de change à leurs clients. Chaque trimestre, une somme est dévouée au remboursement de ces titres. Cette somme provient essentiellement d'un prélèvement spécial sur les courtages (30%) et, dans une moindre mesure, de l'augmentation du droit d'entrée payé par tout agent de change nouvellement nommé [63]. Le remboursement s'effectue selon un processus d'enchères. À chaque trimestre, chaque agent de change propose, sous enveloppe cachetée, un prix pour le remboursement de ses propres bons inférieur à 500 francs, la valeur nominale. Les enchères sont remportées par les agents ayant proposé le prix le plus faible. En cas d'absence d'offre inférieure à 500 francs, les titres sont remboursés au pair après tirage au sort. En outre, rien n'oblige la Chambre syndicale à affecter l'intégralité de la somme provisionnée au remboursement de bons. Dans une certaine mesure, nous pouvons considérer ces bons de délégation comme l'une des conditions nécessaires à la survie de la Bourse de Lyon : en les émettant, la nouvelle Chambre syndicale permet, en effet, aux agents de change d'éviter des faillites et à certains de poursuivre leur activité.

Le graphique 5.7 décrit l'évolution du remboursement des bons de délégation au cours de la période de 1883 à 1908. Plusieurs constats peuvent être tirés de l'observation de ce graphique. Tout d'abord, les premiers remboursements sont effectués à des taux très faibles. En juillet 1883, des créanciers de l'ancienne Chambre syndicale sont prêts à accepter un versement équivalent à 27% de leur créance en contrepartie de son abandon. Ce chiffre témoigne de la relative incertitude régnant autour de la Bourse de Lyon dans l'immédiat après-krach et de la volonté des créanciers de récupérer rapidement une partie de leurs fonds. En outre, à partir de 1885, le prix moyen de remboursement suit une tendance globalement haussière, malgré deux phases de baisse en 1887 et surtout en 1893. Cela traduit le regain d'optimisme des agents économiques vis-à-vis de la santé financière de la CAC, à mesure que la dette s'éteint. L'extinction totale de la dette n'a lieu qu'en 1910, soit 28 années après le krach de l'Union Générale. Il faut néanmoins souligner que, dès 1904, la situation ne semble pas préoccuper la Chambre syndicale, puisqu'il est même question un temps d'anticiper les derniers remboursements. Cela se traduit en pratique par un prix moyen de remboursement égal au pair et par les faibles volumes que l'on peut constater à

61. ADR, CAC Lyon, PV CS, 20 mars 1883.
62. Voir la table 5.A.1 pour l'établissement définitif de la dette de la Chambre syndicale.
63. ADR, CAC Lyon, PV AG, 20 février 1882.

FIGURE 5.7 – Remboursement des bons de délégation de l'ancienne Chambre syndicale, 1883–1908



Sources : Bonzon (1901) pour la période de juillet 1883 à avril 1901 inclus ; ADR, CAC Lyon, 161 J 32 à 40, Inventaires, 1901–1909, pour le reste.
Notes : « Volume » désigne le nombre de bons de délégation remboursés au cours d'un trimestre (axe de gauche). L'axe des abscisses représente le tirage de chaque trimestre : « 01 » pour janvier, « 02 » pour avril, « 03 » pour juillet et « 04 » pour octobre. Le premier tirage a lieu en juillet 1883. La barre verticale représente le changement de sources utilisées. Après avril 1901, les données sont annuelles, nous avons alors fait l'hypothèse que le prix moyen de remboursement était constant et que les volumes étaient répartis de façon égalitaire au cours des trimestres d'une même année.

partir de 1906.

5.4 Les années d'après krach à la Bourse de Lyon, 1882–1897

Au cours des mois suivant le krach, le marché lyonnais est amorphe : agents de change, banquiers et investisseurs attendent avant tout les décisions judiciaires autour des affaires de l'Union Générale, pour évaluer l'ampleur des dégâts financiers ainsi que le crédit des intermédiaires et autres contreparties ; peu ont encore la possibilité d'effectuer des transactions et lorsqu'ils le font, ils traitent au comptant. En 1882, la Bourse de Lyon pèse moins de 2% de la Bourse de Paris ! Pourtant, la période entre 1883 et 1890 voit le rattrapage de la Bourse de Lyon dont l'activité est tirée par la Coulisse. En 1890, Lyon représente 7% de la Bourse de Paris (graphique

5.3, série « Courtages »). Le décret d'administration publique de 1890, en homogénéisant le fonctionnement des marchés officiels français, puis les déboires de la Coulisse en 1895 stoppent ce phénomène.

5.4.1 La Coulisse : le « meilleur client » de la Bourse de Lyon

La décennie 1880 marque l'ascension de la Coulisse. Après le krach 1882, la Bourse de Paris perd sa position dominante en raison de plusieurs décisions internes et d'une nouvelle réglementation à l'échelle nationale. Tout d'abord, après le marasme de 1882, les agents de change de Paris abandonnent le principe de solidarité « volontaire » entre agents de change, adopté à la suite de la crise financière de 1830–1831 et consistant à faire supporter par la caisse commune les pertes d'un agent défaillant (Hautcœur & Riva 2012). Les réticences face à la solidarité existent dès les années 1830, toutefois, l'ampleur des pertes en 1882 est telle qu'une majorité d'agents de change à la Bourse de Paris refuse de supporter l'aléa moral que la solidarité collective génère [64]. Ainsi, lors de la défaillance de deux de ses agents de change en 1886 et 1888, la Chambre syndicale de Paris ne couvre qu'une partie du passif, laissant les clients essuyer des pertes. Avec l'abandon de la solidarité entre agents, le Parquet perd un avantage compétitif vis-à-vis de la Coulisse. En outre, le krach de 1882 met en évidence les dangers, en matière judiciaire notamment, de l'interdiction des opérations à terme. Parce qu'elles sont officiellement illégales, rien ne garantit que les agents de change puissent poursuivre avec succès leurs clients débiteurs. Bien que la jurisprudence ait tenté d'harmoniser les pratiques, la décision finale en cas de conflit revient à la libre appréciation d'un juge, ce qui ne constitue pas toujours une menace crédible pour les investisseurs. Ces derniers pourraient, par conséquent, être tentés d'effectuer des opérations à découvert et de ne pas régler leurs différences, en cas de scénario défavorable pour eux (Lagneau-Ymonet & Riva 2018). Les opérations à terme sont légalisées par la loi du 28 mars 1885. Celle-ci est plus favorable à la Coulisse qu'au Parquet, puisque ce dernier bénéficie, avant la promulgation de cette loi, d'une jurisprudence plus clémente devant les cours de justice. Troisièmement, le jugement de la Cour de Cassation du 1er juillet 1885 restreint le monopole des agents de change aux seules valeurs « admises officiellement à la cote » et se trouve à contre-courant de la jurisprudence en vigueur depuis le début du XIXe siècle. Ce jugement reconnaît donc implicitement la légalité des transactions sur valeurs non officiellement cotées effectuées en Coulisse, ce qui renforce les droits des coulissiers vis-à-vis de leurs clients. En effet, il n'est désormais plus possible pour eux d'échapper à leur dette au motif que leurs opérations sont illégales, car faites en Coulisse qui ne respecte pas le monopole légal des agents de change (Hautcœur & Riva 2012). Enfin, profitant de la loi de 1884 légalisant la formation des syndicats, la Coulisse met en place, dès 1884, une organisation embryonnaire pour opérer les liquidations, effectuées jusque-là de façon essentiellement bilatérale. En effet, les principaux coulissiers de la place – les coulissiers inscrits « à la feuille » – s'organisent pour créer un système de compensation multilatérale entre eux.

L'ascension de la Coulisse tire l'activité de la Bourse de Lyon. Évoquant les années précédant

64. CAEF, CAC de Paris, PV AG, 9 juillet 1883.

la réforme de 1898, le Syndic de la CAC de Lyon s'exclame : la Coulisse [était] « notre meilleur client » [65] ! De fait, l'organisation des séances de bourse à Lyon est pensée pour être le complément de la place parisienne. Les coulissiers utilisent alors largement la Bourse de Lyon comme contrepartie pour leurs opérations d'arbitrage sur des titres extrêmement liquides, telles que les valeurs minières ou encore les obligations publiques internationales. À Lyon, la séance de bourse a lieu entre 11h et 12h30, heure à laquelle la Bourse de Paris ouvre ses portes. Le chevauchement entre la séance de bourse du matin à Lyon et l'ouverture de la Coulisse à 12h00 permet aux coulissiers d'envoyer des ordres à Lyon et de recevoir la confirmation de leur exécution avant le début de l'ouverture des négociations au Parquet. Cette combinaison donne l'opportunité aux coulissiers d'œuvrer sur des valeurs multicotées et, selon la CAC de Paris du moins, d'influencer les cours d'ouverture de la Bourse de Paris, *via* la Bourse de Lyon [66]. Les cours faits à Lyon sur des titres bicotés à Lyon et au Parquet sont en effet « officiels », car faits par l'intermédiaire d'un agent de change, et figurent à ce titre sur la cote officielle de Lyon.

L'arbitrage est facilité par plusieurs facteurs. Tout d'abord, la Bourse de Lyon pratique la « cote ouverte », au sens où toutes les valeurs officiellement admises à la Bourse de Paris sont en pratique admissibles à la Bourse de Lyon sans aucune formalité supplémentaire. La Chambre syndicale de Lyon est, certes, « maîtresse de la cote » de la Bourse de Lyon, mais elle considère qu'elle n'a pas à mener des investigations plus poussées, dans la mesure où la Chambre syndicale de Paris a déjà vérifié la régularité des titres avant de les admettre officiellement aux négociations. Concrètement, le principe de « cote ouverte » n'est appliqué que pour une poignée de titres seulement, mais il s'agit des valeurs les plus échangées en France et celles qui font l'objet de la concurrence entre les places boursières françaises, comme les obligations publiques internationales. Ainsi, en 1890, la quasi-totalité des valeurs cotées à terme à Lyon le sont également à la Bourse de Paris (table 5.2). De plus, la CAC de Lyon prend en 1881 le contrôle d'un marché de gré-à-gré, dit également « marché en banque » ou plus tard « second marché » développé à Lyon en marge du marché officiel. Le but est d'éviter la formation d'une Coulisse similaire à celle opérant à Paris. À partir de 1881, les agents de change de Lyon mènent donc des opérations sur un segment non-officiel de marché. Ce marché de gré-à-gré constitue un apport non négligeable de revenus pour la CAC de Lyon, notamment grâce aux transactions sur des valeurs cotées également en Coulisse [67]. En troisième lieu, l'adoption de nouvelles technologies de communication permet des échanges rapides entre Lyon et Paris. Le télégraphe est si souvent employé que des phénomènes de congestion se produisent, retardant la transmission des télégrammes. La Bourse de Lyon demande au ministère des Postes et Télégraphes l'autorisation d'installer un troisième fil pour les communications directes entre le Palais Brongniart et le Palais du Commerce, mais se révèle être incapable de le financer seule [68]. Toutefois, la Bourse de Lyon obtient en 1889 que

65. ADR, CAC Lyon, PV AG, 21 décembre 1911.

66. Quelques années plus tard, la CAC de Paris tente d'obtenir que l'ouverture des bourses de province se fassent à même heure que celle de la séance parisienne (CAEF, CAC Paris, PV AG, 21 février 1904).

67. Le cours de ces valeurs n'était pas reporté sur la cote officielle de la CAC de Lyon. Il est toutefois possible de trouver trace des négociations dans la presse, comme les quotidiens lyonnais *Le Progrès* et *Le Salut Public* ou encore l'hebdomadaire financier *La Cote Départementale*.

68. ADR, CAC Lyon, PV CS, 20 décembre 1887.

TABLE 5.2 – Nombre de valeurs bi-cotées entre Paris et Lyon, 1890

	Bourse de Paris	Coulisse	Bourse de Lyon
Bourse de Paris	–		
Coulisse	18 (56%)	–	
Bourse de Lyon	71 (99%)	22 (31%)	–

Sources et notes : Nombre de valeurs cotées à terme sur deux marchés. Le pourcentage fait référence à la place de cotation placée en ligne. Ainsi « 22 (31%) » signifie que la Coulisse et la Bourse de Lyon partage 22 valeurs cotées à terme, ce qui représente 31% de toute la cote à terme de la Bourse de Lyon. Les données pour la Bourse de Lyon incluent le marché en banque, dont les données, partielles, sont issues du *Salut Public*. Les autres données sont issues respectivement du *Cours officiel de la Bourse de Lyon*, *Cours authentique de la Bourse de Paris* et de la *Cote de la Bourse et de la Banque* (pour la Coulisse).

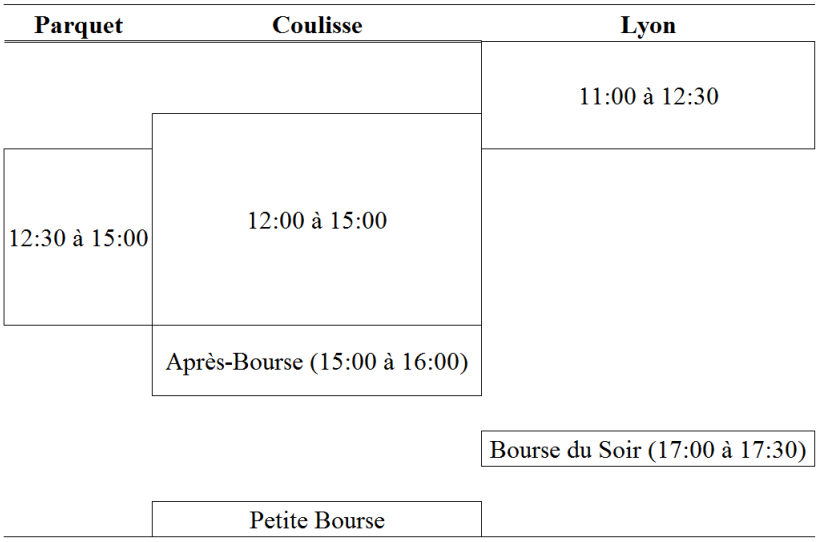
toutes les ressources libres du réseau télégraphique soient dévouées à l'échange de dépêches et ordres boursiers pendant la durée de la séance de bourse. La même année, le besoin de communications plus efficaces entre Paris et Lyon incite la CAC de Lyon à installer des postes téléphoniques au sein du Palais du Commerce [69]. Enfin, les coulissiers communiquent avec les agents de change lyonnais également grâce un réseau de correspondants directement implantés à Lyon.

De plus, de manière à profiter des cours de clôture de la Bourse de Paris et des échanges avec la Coulisse sur la base de ces cours, la Bourse de Lyon organise à partir du début des années 1880 une séance de bourse à 17h, dite « bourse du soir » (figure 5.8). Cette séance est un tel succès qu'en 1888 les agents de change lyonnais se voient accorder par la Chambre syndicale de Lyon l'extension d'une heure de la séance de bourse afin de leur permettre d'exécuter tous les ordres qu'ils reçoivent [70]. Cette séance leur permet de prendre position en vue de la séance du soir de la Coulisse. À partir de la fin des années 1870, la Coulisse délocalise sa séance du soir de la rue au hall du Crédit Lyonnais à Paris. Bénéficiant ainsi d'une information financière de première main qu'elle peut mettre à profit pour son activité propre, le Crédit Lyonnais met gracieusement à disposition des coulissiers un espace de négociation et ses services. La séance du soir de la Coulisse a une telle importance qu'elle revêt une dimension internationale. Par exemple, la Bourse de Gênes organise également une bourse du soir, ouvrant à l'heure où le télégramme des cours de la séance du soir de la Coulisse arrive en ville. Cela crée des tensions avec sa concurrente milanaise, qui, ne disposant pas d'un bureau de poste ouvert jusqu'à minuit, se voit exclue de fait des négociations (Riva 2005). Après la débâcle de 1882, la Bourse de Paris considère cette séance du soir tenue par la Coulisse comme le principal atout de son concurrent.

Ainsi, la Bourse de Lyon retrouve autour de 1885 l'importance, par rapport à la Bourse de Paris, qui était la sienne au milieu des années 1870. Signe de cette embellie, toute relative, la Chambre syndicale de Lyon s'inquiète régulièrement des conséquences potentielles de cette accélération des affaires. Ainsi, en février 1886, plusieurs agents de change sont convoqués et reçoivent des conseils de prudence [71]. En décembre de la même année, des vérifications préventives

69. ADR, CAC Lyon, PV CS, 4 septembre 1888 et 20 avril 1889.
70. ADR, CAC Lyon, PV CS, 29 décembre 1888.
71. ADR, CAC Lyon, PV CS, 22 février 1886.

FIGURE 5.8 – Déroulement d'une journée de bourse en France, autour de 1885



Sources : *Cours authentique de la Bourse de Paris*, *Cours officiel de la Bourse de Lyon* et *Cote de la Bourse et de la Banque* (Coulisse).

sont effectuées dans certaines charges et il est demandé à deux agents de réduire instamment leurs positions [72]. Enfin, en 1890, Lyon se dote d'un service contentieux, à l'image de ce qui existe déjà à Paris, afin de parer à toute éventualité [73].

5.4.2 La difficile décennie 1890 de la Bourse de Lyon

Toutefois, un changement de réglementation réduit l'influence positive de la Coulisse sur l'activité de la Bourse de Lyon. Après la légalisation des opérations à terme en 1885, le gouvernement signe en 1890 un décret réglementant les transactions sur valeurs mobilières. Ce décret, annoncé dès 1807 dans le Code de commerce, n'a jusque-là pas vu le jour à cause de l'illégalité des opérations à terme. La régulation de 1890 a un effet ambigu sur la position de la Bourse de Paris. Celle-ci a exercé une forte activité de *lobby* pour obtenir ce décret : il donne en effet la garantie que les règles internes des Compagnies s'imposent non seulement aux agents de change, mais également à leurs clients [74]. Ainsi, il donne à l'activité des bourses une consécration officielle. Toutefois, le gouvernement impose également aux bourses officielles de plus grandes charges en matière de régulation que les réglementations précédentes établies par les bourses elles-mêmes [75], les rendant ainsi plus rigides et homogènes dans leur organisation. Par conséquent, la Coulisse retire encore plus de bénéfices de sa flexibilité, renforçant ainsi son avantage comparatif. Dans le même temps, l'homogénéisation croissante des bourses officielles permet à la Bourse de Paris d'attirer une partie de l'activité de la Bourse de Lyon : la part de marché de Lyon cesse de croître et les commissions en niveau atteignent leur maximum en 1890.

72. ADR, CAC Lyon, PV CS, 18 décembre 1886 et 21 décembre 1886.
73. ADR, CAC Lyon, PV CS, 18 novembre 1890.
74. CAEF, CAC Paris, PV AG, 22 décembre 1890.
75. CAEF, CAC Paris, PV AG, 23 février 1891.

L'homogénéisation des bourses officielles françaises progresse remarquablement grâce au travail normatif du ministère des Finances entre 1890 et 1892. Les bourses de province doivent adapter leurs règlements intérieurs aux nouvelles règles nationales et ont l'obligation de les soumettre au ministre des Finances pour ratification. Après de longues et difficiles négociations entre le ministère et la Bourse de Paris en vue de la rédaction du nouveau règlement interne de la Bourse, celui-ci impose aux bourses de province d'aligner leurs règlements sur celui de Paris [76]. L'annexe 5.D fournit, illustrations à l'appui, quelques exemples de modification demandée par le ministère des Finances sur une version initiale du règlement lyonnais. En renforçant l'homogénéité des marchés officiels en France, le ministère des Finances a (involontairement ?) renforcé l'attractivité de la Bourse de Paris du fait des externalités positives générées par une grande liquidité.

En outre, de manière à concurrencer la Coulisse, la CAC de Paris anticipe, d'une part, l'heure d'ouverture de la bourse, et d'autre part, fait pression sur le ministère des Finances pour obtenir la fermeture de la session du soir de la Coulisse tenue dans le hall du Crédit Lyonnais. La Bourse de Paris ouvre ainsi ses portes à 12h pour capturer une partie des ordres effectués par les coulissiers avec l'aide de la Bourse de Lyon sur les obligations d'États étrangers notamment. En réaction, la Bourse de Lyon anticipe l'ouverture de sa propre séance à 10h45. Ainsi, elle bénéficie des ordres des clients, étrangers également, ce qui lui permet de donner confirmation de l'exécution des ordres avant l'ouverture de la séance de bourse officielle à Paris.

Dans le même temps, les agents de change lyonnais demandent la réouverture de la bourse du soir, fermée sous la pression de la Bourse de Paris et suite au décret de 1890. Bien que celui-ci n'interdise pas formellement la tenue d'une séance de bourse le soir, il la rend difficilement défendable, car opposée à la logique des autres règles. En dépit de l'opposition du Syndic de la CAC de Lyon, qui démissionne après cet épisode, la Bourse de Lyon rouvre la session du soir avec l'autorisation des autorités locales [77]. Toutefois, la tenue d'une séance de bourse le soir s'avère désormais moins profitable car très rapidement, après une intense lutte avec le Crédit Lyonnais et un *lobbying* appuyé auprès du ministère des Finances, la Bourse de Paris obtient la fermeture de la bourse du soir. Dès 1889, la CAC de Paris débute une campagne contre la tenue de cette bourse du soir, mais ne parvient pas à convaincre le ministère des Finances, étant donné le rôle de ce marché pour la place financière de Paris et le pouvoir du Crédit Lyonnais [78, 79]. Celui-ci est si puissant qu'il remporte l'opposition, même après que les agents de change parisiens l'aient déclaré

76. À Lyon, le processus de refonte des règlements, débuté en juillet 1891, ne trouve son épilogue qu'à la fin du mois de février 1892 (ADR, CAC Lyon, PV CS, 6 juillet 1891 et 19 février 1892). Les discussions relatives aux règlements particuliers de 1892 sont conservées aux archives du ministère des Finances : CAEF, Direction du Mouvement Général des fonds, B-64899, B-64900, B-64902, B-64905 et B-64906.

77. ADR, CAC Lyon, PV CS, 4, 6 et 26 juillet 1892.

78. CAEF, CAC Paris, PV CS, 22 mars et 1er août 1889.

79. Une note confidentielle de la Préfecture de Police confirme le rôle particulier attribué à la bourse du soir de la Coulisse : « La petite bourse du soir, contrairement aux assertions de Messieurs les Agents de change, correspond à une nécessité pour une grande place comme celle de Paris. 1° Elle est indispensable pour traiter ces immenses transactions internationales qui constituent la puissance financière de notre marché et du pays tout entier. 2° En cas d'évènement, elle répond à un besoin général si puissant que jamais on n'a pu la supprimer complètement, même sous les régimes les plus autoritaires » (Archives de la Préfecture de Police de Paris, GA 44 Bourse des valeurs mobilières, Note confidentielle sur la petite bourse du soir).

« ennemi » du Parquet et décidé de ne plus lui accorder de remises sur les courtages [80]. Dès lors, la CAC de Paris débute une procédure judiciaire poursuivant simultanément les coulissiers et le Crédit Lyonnais. De façon à éviter un procès qui aurait désorganisé non seulement la bourse du soir, mais la place financière dans son ensemble, le gouvernement impose finalement, en octobre 1892, au Crédit Lyonnais de ne plus accueillir la session du soir de la Coulisse [81], mais tolère toutefois sa tenue à l'extérieur des murs de la banque. Les volumes négociés ont sans doute été amputé par ce transfert et par le fait que le Crédit Lyonnais ne pouvait plus fournir son soutien logistique. Selon Boissière (1908, p. 145), la Coulisse cesse d'elle-même cette bourse du soir en octobre 1895.

Voilà pourquoi le « triomphe » enregistré en 1893 par la Coulisse, marché alors dominant en France, ne correspond pas à autant de succès pour la Bourse de Lyon. La loi du 28 avril 1893 libéralise le marché en abolissant le monopole de la bourse officielle sur les titres admis à sa cote et établit un impôt sur les opérations de bourse : en permettant aux coulissiers de régler cet impôt pour les transactions sur valeurs officiellement cotées, elle légalise leur activité et annule les risques judiciaires qu'ils supportent. En effet, jusqu'en 1893, les coulissiers ne pouvaient poursuivre en justice leurs clients mauvais payeurs si la transaction portait sur des valeurs admises à la cote officielle. Symbole de la puissance du marché non officiel, Nemours Herbault, Syndic de la CAC de Paris et agent de change depuis 1862, donne sa démission en octobre 1895 pour prendre la direction de la Banque française de l'Afrique du Sud dont l'activité principale repose sur les transactions de valeurs minières cotées essentiellement en Coulisse (*Annuaire des Mines d'Or* 1896, p. 9).

Les banques jouent un rôle important dans ces débats sur la réglementation. Elles supportent la Coulisse du fait de nombreux services qu'elle leur offre. Tout d'abord, la Coulisse, marché opaque, permet aux banques d'exploiter leur avantage informationnel sans le révéler publiquement. En outre, les coulissiers jouent un rôle important de souscripteurs de titres émis par les opérateurs bancaires : ils les achètent en bloc pour leur propre compte, avant de les revendre progressivement sur le marché, activité interdite aux agents de change. Ils sont également très demandeurs des crédits à court terme fournis par les banques, notamment sous forme d'avances et de reports. Ensuite, la capacité duale des coulissiers, intermédiaires financiers capables également de traiter pour leur propre compte, confère une immédiateté aux opérations des banques. Enfin, l'abandon de la solidarité entre agents de change décidée par le Parquet affaiblit la sécurité de la Bourse de Paris pour les investisseurs, dont les banques (Hautcœur et al. 2010).

Les changements dans la réglementation ouvrent la voie à la formation d'une bulle spéculative sur les mines d'or et contribuent à l'apogée de l'activité en Coulisse (1894–1895), alors que les volumes échangés à la Bourse de Lyon sont déjà décroissants. En octobre 1895, la Coulisse subit un grave krach et disparaît en partie, de façon temporaire. Cette crise tient son origine dans le compartiment des mines d'or. Dès le début des années 1890, des banquiers anglais écoulent des titres des mines d'or, essentiellement du Transvaal sur le marché parisien. Les

80. CAEF, CAC Paris, PV AG, 4 octobre 1892.

81. Les échanges entre le Crédit Lyonnais et le préfet de Police sont conservés aux Archives de la Préfecture de Police de Paris : GA44 Bourse des valeurs mobilières, pochette « Petite Bourse du soir ».

coulissiers se contentent, dans un premier temps, d'endosser le rôle d'intermédiaires pour ces titres, avant de devenir progressivement des placeurs de titres auprès des épargnants français en introduisant en Coulisse les actions de compagnies des mines d'or. Rapidement, les cours progressent et atteignent des niveaux irrationnels. En effet, certains échanges portent sur des compagnies non définitivement constituées ou n'ayant pas encore extrait un seul kilo d'or. Le tournant se situe à l'été 1895 : les reports atteignent des taux considérables [82], traduisant la raréfaction de la liquidité. Le Crédit Lyonnais, l'un des plus importants pourvoyeurs de fonds, décide alors de cesser ses reports [83]. Le marché se retourne alors brusquement et provoque la chute de nombreuses maisons de coulisse, qui faute de pouvoir reporter à nouveau leurs positions, sont forcées de les liquider.

5.5 Peut-on parler de « Belle Époque » pour la Bourse de Lyon ?

La Bourse de Lyon perd ainsi son « meilleur client » et ne le retrouvera pas : le rôle dominant de la Coulisse en France est définitivement mis à mal par la réforme de 1898, qui restaure le monopole légal du Parquet sur les titres admis à la cote officielle. En diminuant les coûts de transaction à la Bourse de Paris, cette réforme contribue, en outre, à une plus grande centralisation de l'activité boursière au Parquet, au détriment des bourses régionales. Après 1898, la part de marché de Lyon, si l'on considère les courtages perçus par les agents de change, reste inférieure à 4% (graphique 5.3, série « Courtages »). La Chambre syndicale de Lyon, estimant que la « survie » de la place est en jeu, tente alors pour se démarquer du marché dominant de développer une stratégie fondée sur l'admission à la cote de nombreuses valeurs locales et le développement du segment de marché non officiel, tout en réorganisant ses services, avec notamment la mise en place d'un règlement central des opérations au comptant et de nouvelles règles d'utilisation du téléphone, vouées à en homogénéiser l'usage parmi les agents de change. Symbole des difficultés lyonnaises au début des années 1900, à l'approche de l'extinction du passif de l'ancienne Caisse syndicale, le projet de rétablissement des trois offices supprimés en 1882 est finalement repoussé en 1902 afin de ne pas réduire encore davantage les affaires effectuées par les 27 agents de change [84].

5.5.1 La réforme boursière de 1898 : responsable de tous les maux lyonnais ?

Le marché financier français est totalement réorganisé en 1898. Après de longues négociations entre le ministère des Finances et les acteurs financiers, le gouvernement décide de réinstaurer le monopole des agents de change afin notamment de renforcer la protection des investisseurs [85], de

82. Par exemple : 15% (taux annualisé) sur les actions de Suez, 16% sur la Banque de France, 18% sur le Crédit Lyonnais (CAEF, CAC Paris, B-67701, Crises boursières (1874–1896), « Taux des reports en liquidation du 15 juillet 1895 », non signée et non datée). Selon Raffalovitch (1896, p. 12), le taux moyen des reports pour la deuxième quinzaine de juillet 1895 est de 7%.

83. CAEF, CAC Paris, B-67701, Crises boursières (1874–1896), « Note sur la crise de 1895 », non signée et non datée.

84. ADR, CAC Lyon, PV CS, 27 février 1902 et PV AG, 5 juin 1902.

85. Après le krach des mines d'or de 1895, la Coulisse est perçue comme un marché très risqué alors que la CAC de Paris a restauré la solidarité collective. Celle-ci devient légale en 1898 (voir note 89).

confier le marché financier à des intermédiaires français [86] et d'éviter l'évasion fiscale pratiquée par certains coulissiers (Hautcœur et al. 2010). L'IOB dû au titre de la négociation de valeurs officiellement cotées ne peut désormais être payé que par l'entremise d'un agent de change. Les coulissiers ne peuvent donc plus négocier des titres officiellement admis sans passer par l'intermédiaire d'un agent de change. De plus, les acteurs bancaires obtiennent des agents de change nombre de « facilités » de *trading* et rabais ultérieurs sur les commissions. Conséquence de cette réforme, l'organisation de la Bourse de Paris a dû être repensée pour faire face à l'augmentation de l'activité et dépasser les contraintes de capacité que les opérateurs bancaires avaient mis en exergue en 1893 [87]. Tout d'abord, dix nouvelles charges d'agents de change sont créées à Paris (décret du 29 juin 1898). Les agents de change parisiens ont également la possibilité de s'entourer de davantage de commis principaux. Ensuite, le règlement des liquidations est accéléré et de nouveaux groupes de négociation sont créés au sein du Palais Brongniart.

Les agents de change lyonnais, à l'instar des autres parquets de province, s'inquiètent de cette réforme et tentent à plusieurs reprises de faire pression sur les pouvoirs exécutif et législatif, à titre individuel ou collectivement. Ainsi, à plusieurs reprises, le Syndic de Lyon centralise les doléances des CAC régionales et se rend régulièrement à Paris pour les porter [88]. L'un des centres d'attention majeurs des agents de change de province réside dans la réduction des courtages décidée au cours de cette réforme. Incapables selon eux de s'aligner sur les nouveaux usages en vigueur à la Bourse de Paris, les CAC de province prévoient une amputation de leurs revenus après la réforme de 1898 du fait d'une plus grande centralisation des ordres à Paris. Le déséquilibre entre Paris et les autres bourses françaises naît du fait que les CAC de province ne bénéficient pas d'un surplus d'activité, provenant du déversement d'une partie de l'activité de la Coulisse. Sur la demande du ministre des Finances, la CAC de Paris accepte de redistribuer une partie du montant de la valeur des offices nouvellement créés et d'allouer une indemnité aux bourses de province, proportionnelle à la valeur de leurs offices. Cette indemnité s'élève au total à 1,3 million de francs. Lyon reçoit, quant à elle, près de 500 000 francs.

Malgré cette indemnité et même si elles ne sont finalement pas concernées par l'instauration de la solidarité légale [89], la réforme de 1898 fragilise les bourses de province. Ces dernières obtiennent certes en 1901 une augmentation des remises accordées par la CAC de Paris [90], mais cela semble bien peu face à la centralisation toujours plus importante des ordres à Paris. La situation est encore plus délicate à Lyon. Tout d'abord, la Coulisse, client privilégié de Lyon,

86. Dans un contexte marqué par la montée de l'antisémitisme, les agents de change parisiens insistent sur le nombre d'intermédiaires étrangers, notamment d'origine allemande, et juifs à la Coulisse. Ils parviennent à faire publier, le 23 février 1893, une liste des coulissiers étrangers à la *Réforme Économique*, journal de la droite xénophobe et antisémite.

87. La CAC de Paris estime que 5/7 des affaires de la Coulisse concerne des valeurs cotées officiellement (CAEF, CAC Paris, PV AG, 30 avril 1898).

88. ADR, CAC Lyon, PV CS, 21 mai, 25 octobre, 4 et 23 novembre, 4, 15 et 20 décembre 1897, 14 janvier, 7, 10, 18, 23 et 29 mars 1898.

89. Le décret du 29 juin 1898, en modifiant l'article 55 du décret du 7 octobre 1890, n'instaure la solidarité légale que pour les bourses officielles disposant de plus de quarante agents de change. En pratique, donc seul le Parquet de Paris est concerné. Les agents de change de province, opposés à l'amendement Viviani proposant une solidarité illimitée et automatique pour toutes les bourses officielles, car incapables de dégager les ressources suffisantes pour constituer un fonds de réserve conséquent, obtiennent ainsi gain de cause sur ce point.

90. ADR, CAC Lyon, PV AG, 6 mars 1901.

est, elle aussi, fragilisée par la réforme de 1898 après avoir été éprouvée par le krach sur les mines d'or en 1895. La Coulisse est en effet contrainte de se doter d'une structure organisationnelle en instaurant des règles concernant les transactions, l'admission des valeurs à la cote et l'entrée dans les deux Syndicats de Banquiers – un pour le terme, un pour le comptant – de nouvelles maisons, perdant ainsi une partie de sa flexibilité. Deuxièmement, le prélèvement de 30% sur l'ensemble des courtages prévu pour le remboursement de la dette de l'ancienne Chambre syndicale ampute les revenus des agents de change lyonnais jusqu'en 1904, date à laquelle le passif est entièrement couvert.

5.5.2 Le rôle centralisateur des établissements de crédit

Les difficultés de la Bourse de Lyon sont, en outre, accentuées par l'action des établissements de crédit. Sur le marché primaire, les établissements de crédit ont de plus en plus recours à un placement de titres directement dans leur clientèle, sans opérer d'émission publique comme il était d'usage. L'admission en bourse des titres nouvellement émis n'est ainsi demandée qu'une fois les titres déjà placés auprès des investisseurs (Le Roy 1914, Baldy 1922). Les bourses françaises voient une partie importante de leur activité, notamment à terme, accompagnant les émissions publiques, leur échapper : les opérateurs professionnels perdent l'habitude de porter les titres par des opérations à terme dans l'attente du classement définitif dans les portefeuilles des investisseurs finaux. À partir de 1910, toutefois, l'action des banques porte moins atteinte à la Bourse de Paris qu'à la Bourse de Lyon. En effet, après des années de conflit, la CAC de Paris parvient à trouver un accord avec les principaux établissements de crédit afin de participer aux syndicats d'émission de titres, notamment des obligations d'emprunts étrangers, satisfaisant ainsi sa clientèle et obtenant au passage les commissions correspondantes (Hautcœur & Riva 2012).

Concernant le marché secondaire, les établissements de crédit sont de loin les principaux clients des intermédiaires boursiers : au-delà des ordres d'une clientèle en forte croissance, ils génèrent des volumes importants pour leur propre compte. La nouvelle organisation de la Bourse de Paris pousse les établissements bancaires à centraliser l'activité d'ordres aux dépens des bourses régionales. Les banques sont, non seulement, attirées par la liquidité offerte par la progressive homogénéisation des microstructures et accrue par la réforme de 1898, mais bénéficient également d'avantages particuliers accordés par les agents de change parisiens. Au-delà des remises prévues dans la réforme de 1898, les établissements bancaires bénéficient au Parquet du « par contre » : dans le cas d'ordres d'achat et de vente sur le même titre au sein de la même journée, ils ne payent que le courtage sur l'ordre le plus important adressé à un agent de change. Ils ont alors tout intérêt à user de leurs réseaux d'agence pour centraliser les ordres et les adresser au même agent de change et ainsi économiser d'importantes commissions. Pourtant la forte liquidité du Parquet semble être le principal déterminant de la centralisation. Un signe de l'ampleur des externalités générées par la forte liquidité du marché parisien et des gains retirés par les banques est fourni par une expérience menée à Lyon en 1908. Afin d'attirer à nouveau les établissements bancaires, la Chambre syndicale lyonnaise propose, en effet, l'exécution à titre gracieux de leurs

ordres. Cette proposition est refusée par les banques, qui préfèrent opérer à Paris et débourser des commissions [91]. En outre, le « par contre » est supprimé en 1910, sans que l'activité à Lyon ne marque de rupture nette, signe que le gain en commissions n'est qu'un des avantages que les établissements de crédit recherchent en exécutant leurs ordres à la Bourse de Paris.

L'application de la réforme de 1898 et la concurrence accrue des établissements bancaires placent la Bourse de Lyon dans une situation délicate. Les comptes rendus des Assemblées générales prennent alors des tournures dramatiques : « notre place, Messieurs, souffre plus que toutes les autres de la pénurie de la matière négociable » [92] ; « notre parquet se meurt d'inanition » [93] ; « il y a longtemps, Messieurs, que nous, les premières victimes de cette convention [la réforme de 1898], acceptée malgré nous, et en compensation de laquelle il avait été attribué une somme dérisoire à notre parquet, avions dévoilé les véritables conséquences de l'accord intervenu en 1898 » [94] ; « la spéculation se meurt » [95], etc. Les données présentées dans la section 5.2 corroborent, dans une certaine mesure, ce constat. Nous présentons dans la suite de cette section les actions entreprises par la Bourse de Lyon pour essayer de s'adapter à la nouvelle configuration boursière et ainsi de subsister, grâce à l'admission de nombre de valeurs à la cote, le maintien d'un marché en banque à côté du segment officiel et une nouvelle organisation de ses services.

5.5.3 L'admission de valeurs à la cote et le Second Parquet à Lyon

L'admission de nouvelles valeurs, locales pour la plupart, à la cote est, selon les mots du Syndic de la CAC de Lyon, un, sinon le moyen « de résister à l'absorption sans cesse grandissante du marché de Paris » [96]. En effet, la Bourse de Lyon ne subit pas de concurrence des places parisiennes sur la négociation de ces valeurs : leur liquidité limitée et leur ancrage local placent ces valeurs à l'abri du grand marché parisien. Autrement dit, Lyon jouit d'un monopole *de facto* sur la négociation de ces titres. L'idée de la Chambre syndicale de Lyon est d'acclimater un grand nombre de titres émis par de petites ou de jeunes entreprises afin, d'une part, de générer des transactions et, d'autre part, de les ancrer fortement sur le marché lyonnais, ce qui serait très profitable pour la Bourse de Lyon si l'un d'entre eux devenait une valeur phare à l'échelle nationale. Concrètement, l'admission à la cote de cette pléiade de valeurs locales est le fruit d'un changement de politique de gestion de la cote. Sous l'impulsion d'Abel Waldmann, agent de change lyonnais et adjoint au Syndic à partir de 1899, la Chambre syndicale décide que les agents de change lyonnais peuvent admettre directement aux négociations des valeurs, en profitant notamment des possibilités offertes par le décret de 1890 avec la « deuxième partie de la cote », sans attendre la candidature de la société émettrice, simplement après s'être assurée de sa constitution régulière. Le nombre de valeurs cotées à Lyon explose après 1899 comme le mettent en évidence les relevés de la Commission Jaurès [97]. La table 5.3 fournit le détail de

91. ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1908.
92. ADR, CAC Lyon, PV AG, 23 décembre 1902.
93. ADR, CAC Lyon, PV AG, 23 décembre 1904.
94. ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1908.
95. ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1910.
96. ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1910.
97. Sur la politique d'admission à la cote à Lyon et la Commission Jaurès, voir le chapitre 4.

l'ensemble des admissions de valeurs privées françaises entre 1898 et 1909.

Lyon est la bourse recevant le plus de nouveaux émetteurs d'actions entre 1898 et 1909 (399), en particulier devant les deux places parisiennes (389 pour le Parquet, 258 pour la Coulisse). Elle admet, en outre, plus de nouveaux titres au cours de cette période que l'ensemble des autres places régionales réunies (244 pour les actions ; 181 pour les obligations). La différence dans l'importance de ces affaires entre Lyon et les deux bourses de Paris, mesurée par la valeur de l'admission confirme la stratégie lyonnaise : attirer le plus grand nombre possible de petites valeurs locales pour échapper à la concurrence parisienne [98]. Afin de mieux diffuser l'information boursière auprès des investisseurs locaux, un agent de change, A. Bonzon, à la fin des années 1890, puis la CAC de Lyon elle-même à partir de 1903, publient un annuaire boursier contenant notamment les caractéristiques de ces émetteurs [99].

Quel bilan peut-on tirer de la stratégie de différenciation lyonnaise ? La Bourse de Lyon admet, certes, un nombre considérable de nouvelles valeurs à sa cote entre 1898 et 1909, mais, comme le montre l'évolution des commissions reçues et des montants d'IOB versés par les agents (graphiques 5.1 et 5.4), cette stratégie ne bénéficie que peu à la CAC dans son ensemble. Comment peut-on expliquer ce paradoxe et réconcilier ces mesures de l'activité de la bourse ? Tout d'abord, il convient de souligner que le capital des titres nouvellement admis à Lyon est en moyenne plus faible que pour les deux marchés parisiens, ce qui se traduit, on peut le supposer, par des réalisations de montants moins élevés. De plus, les titres admis à Lyon sont, de l'aveu même du Syndic de la CAC, essentiellement des « valeurs de placement » : elles restent, en grande partie, classées dans des portefeuilles de titres, sans faire l'objet de transactions soutenues. Les rares négociations ont lieu au comptant, soit le segment de marché le moins rémunérateur pour les agents de change [100]. Autrement dit, la liquidité sur ces titres demeure relativement faible : il n'est pas rare de constater des valeurs sans cours, donc sans transaction, pendant plusieurs mois. Enfin, les titres étrangers, et notamment les obligations publiques internationales, sont dans leur immense majorité admis à Paris, que ce soit au Parquet ou en Coulisse. Or ce sont ces titres qui génèrent la plupart des transactions à cette époque [101]. Lyon, à l'instar des autres bourses régionales, est ainsi exclue, de fait, de ce marché, alors même que les portefeuilles d'investisseurs régionaux sont composés, pour une bonne part, par des titres étrangers (Catin 1927). Il est toutefois possible de supposer que cette politique généreuse d'admission à la cote a permis à la CAC de Lyon de ne pas voir ses commissions s'effondrer. Cette hypothèse, impossible à vérifier

98. L'éphémère *Correspondant Financier*, qui publie en 1899 une cote hebdomadaire du marché en banque lyonnais, écrit : « En présence du nombre considérable de sociétés industrielles de tous genres qui se sont créées à Lyon et dans la région pendant l'année qui vient de s'écouler, et dont les titres, non admis aux négociations du marché officiel, se traitent à côté, c'est-à-dire au petit marché, dit marché en banque, par les soins des commis désignés pour chaque charge d'agent de change, nous avons entendu souvent exprimer le désir qu'un organe quelconque vint donner de temps en temps la cote de toutes ces valeurs répandues dans le public qui en trouve les cours exacts à peine dans deux ou trois journaux quotidiens » (17 janvier 1899).

99. En 1903, 825 exemplaires de l'annuaire de la CAC sont diffusés (ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1903).

100. ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1900.

101. Selon une étude de la CAC de Paris, en 1906, les valeurs étrangères représentaient deux tiers des échanges au Parquet (CAEF, B-64877).

en l'absence d'un contrefactuel, semble d'ailleurs être privilégiée par le Syndic de Lyon [102].

102. ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1910.

TABLE 5.3 – Admissions en bourse de valeurs françaises, 1898–1909

		1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	Total
Bourse de Paris	Nb act.	32	42	58	42	17	16	18	41	31	40	25	27	389
	Valeur	146,7	288,2	459,4	282,7	96,6	173,6	175,4	417,7	279,3	281,7	227,1	381,4	3209,7
	Nb oblig.	32	34	45	34	31	28	26	34	43	31	31	48	417
	Valeur	167,5	495,0	248,7	438,8	245,4	737,2	282,0	317,6	928,4	278,8	417,8	947,9	5505,0
Coulisse	Nb act.	0	43	23	6	11	7	19	23	41	43	21	21	258
	Valeur	0	128,6	54,7	15,2	96,7	20,1	71,3	85,0	120,4	112,9	45,2	52,3	802,5
	Nb oblig.	0	20	3	3	5	5	4	6	6	3	5	7	67
	Valeur	0	52,9	10,7	6,5	10,1	10,2	7,6	7,6	14,0	3,5	18,0	23,6	164,9
Bourse de Lyon	Nb act.	17	20	17	102	14	15	17	36	42	50	41	28	399
	Valeur	31,6	29,8	54,1	132,1	12,3	91,0	37,1	47,5	53,5	55,4	40,8	52,5	637,7
	Nb oblig.	5	8	6	26	5	14	20	15	15	13	16	16	159
	Valeur	15,3	25,0	21,3	52,3	6,4	24,0	25,7	22,5	16,9	22,3	45,4	13,6	290,6
Autres bourses de province	Nb act.	26	40	35	22	12	8	8	15	11	26	11	10	224
	Valeur	34,7	71,1	52,6	41,7	17,7	10,0	16,1	27,3	17,7	32,5	36,4	12,9	370,7
	Nb oblig.	18	15	13	31	25	14	12	8	9	14	13	9	181
	Valeur	30,1	12,1	10,5	17,3	26,7	8,3	29,6	19,1	19,7	18,5	32,1	23,9	247,9

Sources : Archives Nationales (AN), Série C, C7452 : Affaire Rochette (1ère enquête), documents concernant les émissions de valeur, pour la Bourse de Paris ; CAEF, Fonds Trésor, B-31142 : Relevés des valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Bordeaux, de la Bourse de Lille, de la Bourse de Lyon, de la Bourse de Marseille, de la Bourse de Nantes, du Syndicat des banquiers en valeurs au comptant, du Syndicat des banquiers en valeurs à terme et de la Bourse de Toulouse, pour les autres places financières.

Notes : Les montants sont en millions de francs courants. La Coulisse désigne le Syndicat des banquiers en valeur au comptant et le Syndicat des banquiers en valeur à terme. Dans un but de simplification, nous avons considéré ces deux marchés comme totalement intégrés. Ainsi, lorsque qu'une valeur est admise à la fois aux négociations au comptant et à terme, nous ne l'avons comptabilisée qu'une seule fois. Les autres bourses de province sont : Bordeaux, Lille, Marseille, Nantes et Toulouse. Par construction, les valeurs déjà admises sur le marché officiel de Paris sont exclues des relevés des autres bourses. Le terme d'admissions désigne ici non seulement les introductions en bourse, mais également tous les autres types possibles d'admissions : augmentation de capital, *cross-listing*, etc. L'échantillon présenté dans le chapitre 4 ne constitue donc qu'un sous-ensemble des données présentées dans ce tableau.

De manière complémentaire à cette politique d'admission favorable à la cote, se maintient un segment de marché non officiel : le Second Parquet. Les agents de change lyonnais dirigent depuis le début des années 1880, en dehors des séances officielles de bourse, un marché non-officiel, le plus souvent désigné après 1898 sous le terme « Second Parquet ». Sur ce marché, se négocient, dans un premier temps, deux types de valeurs : d'une part, des actions de sociétés étrangères de mines d'or et de métaux précieux qui ne satisfont pas les critères d'admission à la cote officielle [103] et, d'autre part, des titres nationaux disposant d'une forte implantation locale (table 5.4). Le segment de marché le plus dynamique est celui des valeurs étrangères de mines de métaux précieux : les opérations se déroulent à terme et font l'objet d'une liquidation mensuelle, réglées elles aussi de manière centralisée par la Caisse syndicale. Ces valeurs sont dans leur immense majorité également cotées en banque à Paris, ce qui, une nouvelle fois, permet nombre d'arbitrages entre Lyon et la Coulisse. Les autres valeurs se négocient, quant à elles uniquement au comptant et intéressent davantage les investisseurs locaux. À partir de 1901, certaines de ces valeurs locales rejoignent la partie officielle de la cote et sont admises aux négociations à la seconde partie de la cote. L'accès au Second Parquet n'est autorisé qu'aux commis principaux, suppléant pour l'occasion les agents de change [104]. Ce marché offre, ainsi, une plus grande flexibilité que le marché officiel. Toutefois, la CAC de Lyon prend des précautions pour éviter des risques qui mettraient à mal la solvabilité des agents. Ainsi, le Syndic rappelle à ses confrères l'interdiction formelle d'y négocier des valeurs de sociétés non encore définitivement constituées [105].

TABLE 5.4 – Nombre de valeurs cotées au Second Parquet de la Bourse de Lyon, 1900

		Nombre de titres cotés	Nombre de titres également cotés en Coulisse
Mines		48	5
dont	Mines d'or	27	26
	Autres	21	5
Tramways		27	3
Métallurgie		14	5
Valeurs diverses		119	9
Total		208	22

Sources : *Cote quotidienne des Valeurs en Banque*, 31 décembre 1900 (Second Parquet à Lyon) ; *Cote du Marché des Banquiers en valeurs au comptant près la Bourse de Paris*, 31 décembre 1900 (Coulisse).
Notes : Sur les 27 sociétés de mines d'or négociées au Second Parquet à Lyon, 26 sont également cotées en Coulisse.

Ce marché jouit d'une certaine importance pour la Bourse de Lyon [106]. Jusqu'à 15% des opé-

103. En particulier, la valeur nominale de ces actions est le plus souvent d'une livre sterling, soit environ 25 francs, alors que la loi du 1er août 1893 sur les sociétés impose une valeur nominale d'un montant minimum de 100 francs pour les actions de sociétés dont le capital excède 200.000 francs (Vidal 1896).
104. ADR, CAC Lyon, PV CS, 22 octobre 1897.
105. ADR, CAC Lyon, PV CS, 14 janvier 1898.
106. Il est d'ailleurs reconnu comme tel par la CAC de Lyon à plusieurs reprises (ADR, CAC de Lyon, PV AG, 21 décembre 1905 ; 20 décembre 1907 ; 22 décembre 1909). Un témoignage indirect de cette importance est fourni par les courtes brochures envoyées aux clients de la charge Plantin : les cours des principaux titres du Second Parquet y sont systématiquement reportés, à l'instar des cours des rentes françaises et étrangères et des actions des chemins de fer (Archives Municipales de Lyon, Fonds Eymard, 17 II 22 Affaires financières diverses).

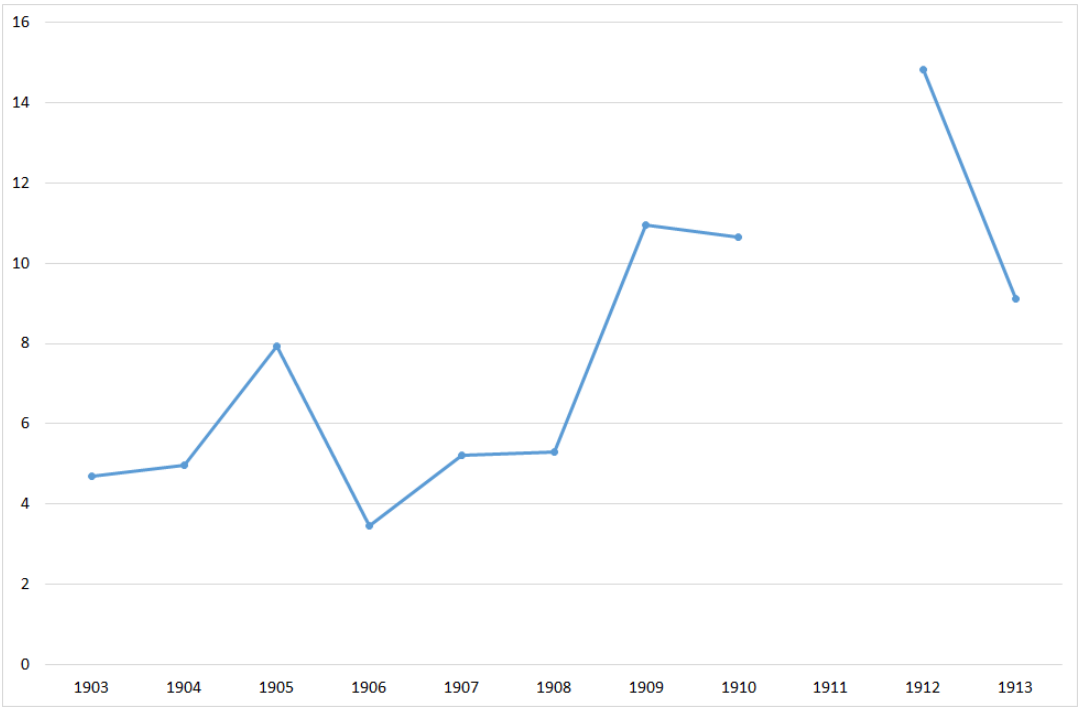
rations à terme sont effectuées en dehors du cadre officiel [107]. Devenant rapidement encombré, il est décidé de réorganiser le Second Parquet à plusieurs reprises : en 1898, un représentant unique de chaque charge est autorisé à entrer sur le marché pour éviter toute congestion. Pour contourner « l'encombrement qui existe constamment autour du marché en banque », la corbeille du Second Parquet est déplacée à l'extrémité du Palais du Commerce fin 1898 [108]. En juillet 1902, afin d'assurer une grande sécurité autour de ce marché et de réduire le risque de contrepartie, la Chambre syndicale de Lyon décide de centraliser le règlement des opérations de ce marché à la Caisse syndicale, à l'image de la procédure en vigueur pour les opérations à terme sur les valeurs officiellement cotées [109]. Suite à l'emballement sur les valeurs des mines d'or et « l'émotion » qu'il suscite auprès du Directeur du Mouvement Général des Fonds en mai 1905, la Chambre syndicale de Lyon décide, temporairement, que les négociations sur certaines valeurs de mines d'or sont conditionnées par la livraison préalable des titres [110]. L'organisation spatiale des échanges sur ce Second Parquet est à nouveau modifiée en 1908 pour seconder le développement des opérations [111].

Une nouvelle fois, nous ne disposons pas des volumes d'affaires pour ce marché, mais les montants des règlements effectués par la Caisse syndicale nous fournissent quelques indications. Ces montants correspondent aux mouvements *effectifs* de fonds, après compensation des opérations à terme. Il s'agit donc d'une sous-estimation, systématique, des opérations effectuées. Toutefois, la Compagnie elle-même utilise ces données comme un indicateur des volumes réels [112].

L'importance du Second Parquet dans les opérations à terme menées par les agents de change lyonnais croît entre 1902 et 1913, tant en valeur que relativement aux opérations à terme sur le marché officiel (graphique 5.9). Les règlements mensuels sur le Second Parquet représentent moins de 400.000 francs en moyenne en 1903, contre 760.000 francs environ en 1913. Par ailleurs, si le montant des liquidations des valeurs négociées à terme au Second Parquet ne représente, en moyenne que 8% du montant des liquidations à terme effectuées au marché officiel par la CAC de Lyon en 1913, cette part atteint 24% en 1913 (moyennes annuelles). Ainsi, approximativement un franc sur quatre négociés à terme à Lyon par les agents de change l'est, alors, sur le Second Parquet.

107. Cette estimation est obtenue en comparant les montants des règlements des opérations à terme des marchés en banque et officiel.
108. ADR, CAC Lyon, PV CS, 10 décembre 1898.
109. ADR, CAC Lyon, PV CS, 23 juillet 1902.
110. ADR, CAC Lyon, PV CS, 28 avril et 29 avril 1905. À propos de cet épisode, *La Liberté* du 18 avril 1905 écrit : « La bourse de Lyon revit des jours presqu'aussi spéculatifs qu'aux beaux temps de l'Union générale ». Un autre épisode de transactions soutenues sur les valeurs des mines d'or sud-africaines a lieu en septembre et octobre 1912 et est sans doute lié aux tensions dans les Balkans (« La Bourse en octobre 1912 », *Journal des chemins de fer*, samedi 9 novembre 1912).
111. ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1908.
112. Le rapporteur de la Commission de Comptabilité – commission composée de trois agents de change et chargée de vérifier la tenue des comptes de la Caisse syndicale – s'exprime ainsi en 1907 : « Je sais bien que le mouvement de titres et de fonds de notre Caisse syndicale, qui naturellement, laisse en dehors de lui toutes les compensations, n'est pas le reflet exact des affaires traitées ; il serait néanmoins difficile d'interpréter cette statistique [la diminution des règlements effectués par la Caisse syndicale au cours de l'exercice 1907] dans un sens optimiste » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 20 décembre 1907).

FIGURE 5.9 – Règlements effectués par la Caisse syndicale de la Bourse de Lyon, Second Parquet, 1903–1913



Sources : ADR, CAC Lyon, 161 J 34 à 43, Inventaires, 1903–1913.
Notes : Il s'agit des montants en millions de francs courants des règlements effectués par la Caisse syndicale et non du volume total d'affaires du Second Parquet. Les données pour l'exercice 1911 sont manquantes.

5.5.4 La réorganisation des services de la Bourse de Lyon

Les négociations des valeurs nouvellement admises dans le cadre de la nouvelle politique d'admission à la cote se font dans leur immense majorité au comptant. Historiquement, à l'instar des deux marchés parisiens et à l'inverse de la plupart des autres places régionales, la Bourse de Lyon est un marché de terme : en 1879, les affaires à terme représentent 90% des transactions totales. Cette part diminue après le krach de l'Union Générale et atteint près de 72% en 1898 (table 5.5). À titre de comparaison, en 1894-1895, la rente française est négociée à terme à 84,3% au Parquet et à 99,9% en Coulisse (Verley 2007, p. 29). À partir de 1904, les opérations au comptant représentent au minimum le tiers des transactions à la Bourse de Lyon. L'explication soulevée par les agents de change lyonnais devant cette modification brusque du type d'activité réside dans la réforme de 1898. Elle aurait abouti à la centralisation de l'ensemble de l'activité à terme sur les valeurs officiellement cotées à la Bourse de Paris. Ainsi, « le public déserte la cote à terme » pour se tourner vers les valeurs de placement [113].

Cette transition, d'un marché de terme à une place dominée par les opérations au comptant, résulte de la conjonction de deux phénomènes : d'une part, la forte augmentation des opérations au comptant, surtout entre 1905 et 1907, comme le montrent les montants mensuels des règlements des transactions au comptant effectués par la Caisse syndicale et par les banquiers

113. ADR, CAC Lyon, PV AG, 21 décembre 1905.

TABLE 5.5 – Répartition des opérations à la Bourse de Lyon (en %)

Année	Terme	Comptant	Année	Terme	Comptant
1879	90	10	1904	66	34
1885	81	19	1905	47	53
1890	86	14	1906	51	49
1895	79	21	1907	58	42
1898	72	28	1908	68	32
1899	73	27	1909	74	26
1901	78	22	1910	57	43
1902	80	20	1912	37	63
1903	79	21	1913	38	62

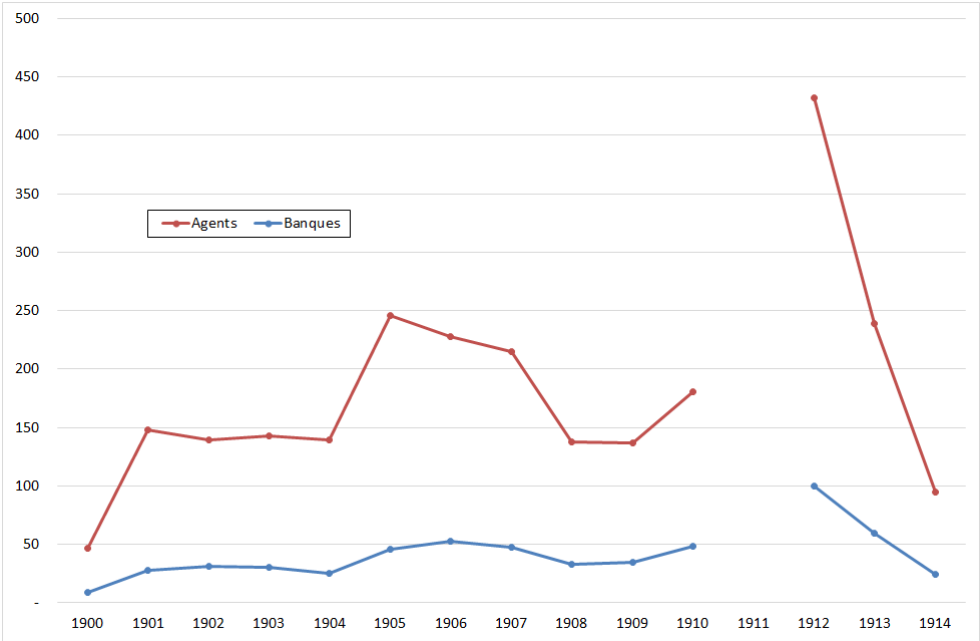
Sources : Charbonnier (1900) pour 1879–1899 ; ADR, CAC Lyon, 161 J32 à 43, Inventaires et calculs des auteurs pour 1901–1913.
Notes : pour la période 1901–1913, nous avons utilisé l'indication fournie par le Syndic de la CAC de Lyon et avons calculé les parts des transactions à terme et au comptant à partir des marchés (« Le prélèvement de 5% sur nos marchés a produit une somme de 19.160,80 francs pour les opérations au comptant et de 68.196,05 francs pour les opérations à terme, soit une proportionnalité de 22% pour le comptant, qui atteignait l'an dernier 27% de nos transactions générales » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 20 décembre 1901)). Les données pour l'année 1911 sont manquantes.

(graphique 5.10) ; d'autre part, la relative stagnation du montant des opérations à terme au cours de la même période (graphique 5.11). La Chambre syndicale de Lyon tente en 1910 de relancer les opérations à découvert en admettant aux négociations à terme une vingtaine de titres cotés régulièrement échangés au comptant et non cotés à terme à Paris [114], mais avec un succès visiblement limité [115]. Selon nos calculs, les opérations au comptant deviennent, en effet, majoritaires à Lyon à partir de 1912 : près de deux tiers des affaires sont alors effectuées au comptant (table 5.5). En outre, au même moment, le montant des règlements au comptant s'accroît et émeut la Chambre syndicale de Lyon [116]. Devant l'ampleur du mouvement des cours des valeurs cotées au comptant, le Syndic de la CAC de Lyon, encore marqué par la défaillance récente d'un agent de change [117], rappelle en mars 1912 alors les possibilités offertes par l'article 58 du décret 7 octobre 1890 et conseille aux agents d'exiger avant toute négociation au comptant de se voir remettre les effets à négocier ou le montant de la négociation. Cette extrême prudence s'explique également par la crainte de la CAC de Lyon des effets réputationnels d'éventuelles défaillances des agents [118].

Afin de s'adapter à cette nouvelle configuration et d'accompagner ce mouvement, la Chambre syndicale de Lyon décide de réorganiser complètement le fonctionnement des opérations au

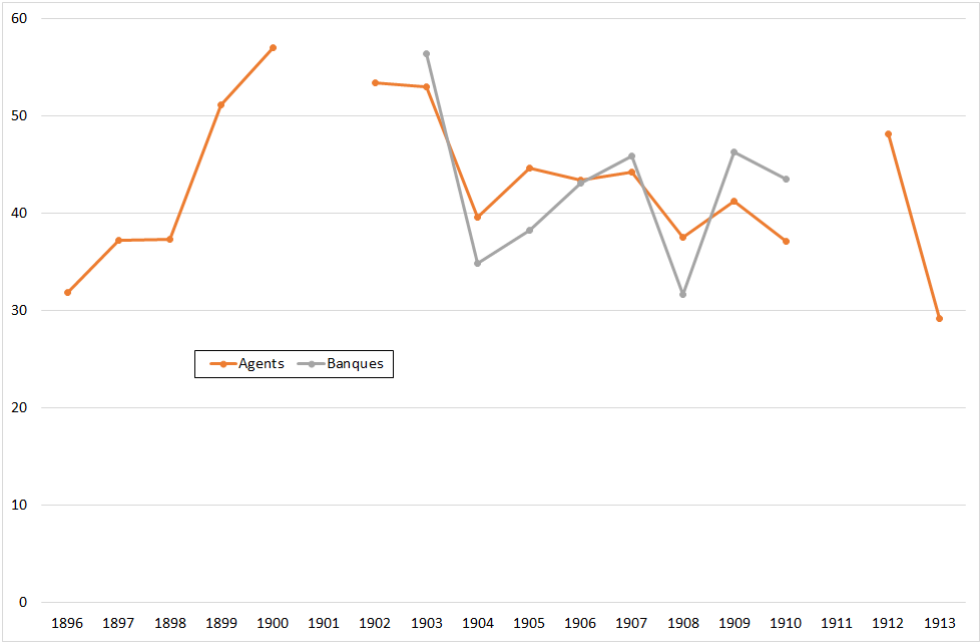
114. ADR, CAC Lyon, PV AG, 28 juin 1910.
115. ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1910.
116. ADR, CAC Lyon, PV CS, 6 mars 1912.
117. ADR, CAC Lyon, PV AG, 12 avril et 20 décembre 1911.
118. Par exemple, lors de la défaillance de l'agent de change Morel en 1912, la Chambre syndicale de Lyon met à disposition de l'administrateur judiciaire nommé pour liquider la charge « les fonds nécessaires pour éviter toutes plaintes dangereuses à raison de faits de charge ». En outre, afin de ne pas s'exposer directement ainsi au public, la Chambre syndicale passe un accord avec la Société Lyonnaise de Dépôts pour que celle-ci agisse en tant qu'intermédiaire et règle directement les créanciers de la charge après versement des fonds de la CAC (ADR, CAC Lyon, PV AG, 26 novembre 1912).

FIGURE 5.10 – Règlements effectués par la Caisse syndicale de la Bourse de Lyon, Opérations au comptant, 1900–1913



Sources : ADR, CAC Lyon, 161 J 31 à 43, Inventaires, 1900–1913.
Notes : Les montants sont exprimés en millions de francs courants. L'année 1900 est tronquée : le service de règlement central pour les opérations au comptant est mis en place le 8 mai. Les données pour l'année 1911 sont manquantes.

FIGURE 5.11 – Règlements effectués par la Caisse syndicale de la Bourse de Lyon, Opérations à terme du marché officiel, 1896–1913



Sources : ADR, CAC Lyon, 161 J 27 à 43, Inventaires, 1896–1913.
Notes : Il s'agit des montants, en millions de francs courants, des règlements effectués par la Caisse syndicale et non du volume total des opérations à terme du marché officiel. Les données pour les années 1901 et 1911 sont manquantes pour la série « Agents ». Pour la série « Banques », représentant les règlements effectués par les établissements de crédit, seules les données pour la période 1903 à 1910 sont disponibles.

comptant. Tout d'abord, la CAC de Lyon décide en 1900 d'opérer le règlement des opérations au comptant par la Caisse syndicale, à l'image de la procédure en vigueur pour les opérations à terme. Autrement dit, ce changement d'organisation revient pour la Caisse syndicale à agir comme chambre de compensation pour ces transactions-là [119], alors que jusqu'en 1900, les règlements du comptant sont effectués par chaque agent de change sur des bases bilatérales. En centralisant l'ensemble des opérations, le mouvement d'espèces et de titres est limité et le règlement des opérations facilité. En outre, innovation majeure, des établissements bancaires sont appelés à participer, au côté de la Caisse syndicale aux règlements, que ce soit pour les opérations au comptant ou à terme. À terme, les règlements les plus importants sont effectués par trois établissements : le Crédit Lyonnais (dès 1899), le Comptoir National d'Escompte et la Société Générale (à partir de 1902). Autour de 1909, trois banques locales viennent également participer aux règlements : de Riaz Audra et Cie, Saint-Olive, Cambefort et Cie et la Société Lyonnaise [120].

Outre l'organisation d'un service au comptant, la CAC de Lyon repense complètement l'usage du téléphone par les agents de change. Cette réorganisation découle du constat suivant : à partir de 1902, certains agents de change, des membres de la Chambre de commerce de Lyon, avec qui la CAC partage l'usage du Palais du Commerce et donc des infrastructures de communication, et du ministère des Postes et Télégraphes, se plaignent de l'encombrement des lignes téléphoniques, notamment à la mi-journée au cours de la séance de bourse [121]. Après enquête, la Chambre syndicale découvre que certains agents de change disposent à eux-seuls plus de 35 postes téléphoniques et tendent à « monopoliser à leur profit toutes les communications téléphoniques, entre les deux Bourses [Paris et Lyon] » [122]. Soucieuse du « respect de la concurrence loyale qui doit être observé dans les relations entre confrères [c'est-à-dire entre agents de change]» [123] et dans un souci de défense de l'esprit corporatiste de la CAC, la Chambre syndicale décide de limiter, à partir d'avril 1903, le nombre de postes de téléphone à quatre par charge [124]. Contestant la compétence juridique de la CAC de Lyon sur cette question, quatre agents de change décident de porter l'affaire devant le Conseil d'État afin d'obtenir l'annulation de cette règlementation [125]. Signe indirect de l'avantage concurrentiel retiré de la possession de multiples postes téléphoniques, ces agents de change figurent parmi ceux qui contribuent le plus à l'IOB avant la réforme de 1904 [126]. En 1904 et 1905, l'écart type du montant d'IOB versé par

119. ADR, CAC Lyon, PV CS, 5 avril 1900 et PV AG, 21 décembre 1900.
120. Depuis la chute de l'Union Générale et de la Banque de Lyon et de la Loire au début de la décennie 1880 et après que le Crédit Lyonnais a déménagé à Paris, la Société Lyonnaise de Dépôts apparaît comme la principale banque régionale rhône-alpine (Bonin 1991). Pour un aperçu sur les banquiers lyonnais à cette période, voir Joly (2004).
121. ADR, CAC Lyon, PV CS, 24 février, 8 et 10 octobre 1902.
122. L'encombrement est tel qu'il faut pour un particulier attendre de long moments avant de pouvoir obtenir une communication : « Dès huit heures du matin, quelque fût le nombre de fils en service, un particulier isolé recevait, par exemple, comme numéro d'inscription le chiffre de 200 ou 250 et perdait ainsi tout espoir de voir venir son tour dans la journée » (ADR, CAC Lyon, PV CS, 8 mai 1906).
123. ADR, CAC Lyon, PV CS, 20 mars 1903.
124. ADR, CAC Lyon, PV CS, 2 avril 1903.
125. ADR, CAC Lyon, PV CS, 10, 15, 16, 17, 18 et 20 avril et 30 juillet 1903.
126. ADR, CAC Lyon, 161 J 34 Inventaire 1903, « Impôt sur les opérations de bourse. État comparatif des paiements ».

les agents de change lyonnais est divisé par deux : la réorganisation des services téléphoniques a sans doute contribué à cette plus grande homogénéité au sein de la corporation [127]. Un second volet de la réforme de l'utilisation des téléphones réside dans la création d'une « Commission des Téléphones ». Composée de trois agents de change, elle est mise en place pour assurer le bon déroulement de la réforme et de l'équité dans l'utilisation des téléphones.

5.6 Conclusion

Dans cet article, nous avons étudié la trajectoire suivie par la Bourse de Lyon entre 1875 et 1913 et nous l'avons inscrit dans une histoire plus large des relations et de la concurrence entre bourses en France. Pour cela, nous avons, tout d'abord, construit des mesures de l'activité des Bourses de Paris et de Lyon, à savoir des estimations portant sur les volumes négociés, à partir des cotisations des agents de change à la Caisse syndicale et des montants d'impôt sur les opérations de bourse versés. Au tournant du XXe siècle, les transactions menées à la bourse lyonnaise pèsent en moyenne 15% du PIB français, ce qui correspond peu ou prou à la proportion constatée pour les négociations sur actions en France au milieu de la décennie 1990 ou en Israël à l'heure actuelle [128].

À l'aide de ces estimations sur les volumes négociés, ainsi que des documents internes à la CAC, nous avons montré que le boom de 1880-1881 connaît une ampleur totalement démesurée à Lyon, même en comparaison avec la place parisienne. L'engouement parmi les investisseurs lyonnais pour les valeurs de l'Union Générale et de la Banque de Lyon et de la Loire n'explique qu'en partie ce phénomène. La microstructure du marché lyonnais et le comportement des opérateurs financiers locaux permettent de rendre compte plus précisément de la déconfiture de la Bourse de Lyon. Cette dernière pratique, en effet, des opérations favorisant la spéculation sur ces valeurs et les agents de change se rendent coupables de plusieurs manquements à leur statut d'officier ministériel. La reconstitution de la chronologie des journées précédents le krach apporte à la compréhension des mécanismes ayant conduit à la plus grave crise financière que la France ait connue et permet d'expliquer l'attitude du ministère des Finances après le krach de 1882 : considérant les pertes lyonnaises comme « privées », il laisse la Bourse de Lyon exsangue et livrée à son sort. Plus de vingt années sont nécessaires à la CAC de Lyon pour rembourser intégralement les pertes de 1882. Entre 1883 et 1890, le rattrapage de l'activité de la Bourse de Lyon est favorisé par la Coulisse. Celle-ci effectue, en effet, de nombreuses opérations d'arbitrage directement sur le marché lyonnais. L'homogénéisation des bourses officielles, conséquence de l'application du décret de 1890, et les déboires subis par la Coulisse – notamment la crise des mines d'or d'octobre 1895 –, stoppent ce processus. Au début du XXe siècle, la réforme de 1898,

127. Plus précisément, l'écart type des montants d'IOB payés individuellement par chaque charge d'agent de change passe de 4947,41 francs en 1903, à 2379,29 francs en 1904 et 2424,57 francs en 1905 (calculs des auteurs à partir de ADR, CAC Lyon, 161 J 34–36 Inventaires 1903, 1904 et 1905 « Impôt sur les opérations de bourse. État comparatif des paiements »).

128. Les transactions sur action représentaient respectivement 13,1% et 16,7% du PIB en 1995 et 1996, tandis que cette part était de 16,3% en Israël en 2016. Les données sont issues de la base de la *World Federation of Exchanges* et sont disponibles sur le site de la Banque Mondiale : https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS?end=2016&name_desc=false&start=1990&view=chart (consulté le 17 avril 2018).

dont l'une des conséquences majeures est la plus grande centralisation de l'activité financière à la Bourse de Paris, fragilise un peu plus la position des bourses de province, au premier rang desquelles figure la Bourse de Lyon. Cette dernière ne doit alors sa survie qu'à une stratégie de différenciation vis-à-vis du marché dominant, passant par une politique plus large d'admission à la cote, le maintien d'un segment non officiel de marché et l'adaptation de ses services à un environnement changeant.

L'histoire de la Bourse de Lyon et de ses relations avec la place financière parisienne, dominante, entre 1882 et 1913 permet d'éclairer les débats théoriques sur le « *network externalities puzzle* », c'est-à-dire l'existence simultanée de plusieurs marchés boursiers observée dans la réalité, contrairement aux prédictions de plusieurs modèles théoriques (Madhavan 2000). Dans notre cas, la réponse est claire : l'hétérogénéité prononcée entre les marchés empêche les forces centralisatrices induites par les externalités et les économies d'échelle de jouer à plein. Les opérateurs lyonnais l'avaient d'ailleurs bien compris : dès lors qu'une plus grande homogénéité leur est imposée, que ce soit directement comme à l'occasion de la parution du décret réglementant les opérations sur valeurs mobilières en 1890 ou indirectement comme lors de la réforme du marché financier de 1898, ils répondent par la mise en œuvre de stratégies de différenciation, rappelant ainsi l'exemple de la Bourse de Philadelphie dans la deuxième moitié du XXe siècle (Caskey 2004). Le cas français de la fin du XIXe siècle renvoie également au rôle majeur joué par la régulation dans le débat sur la consolidation/fragmentation des places financières (voir par exemple Stoll (1992)).

La mise en évidence des relations concurrentielles entre les marchés parisiens et lyonnais et de ses modalités changeantes tout au long de la fin du XIXe siècle ouvre de nouvelles perspectives de recherche. Par exemple, l'impact de la fragmentation des marchés boursiers, notamment sur la liquidité et donc sur le coût du capital, donne actuellement lieu à des résultats parfois opposés. Si certains papiers montrent l'influence positive de la concurrence sur la liquidité (voir, par exemple, Chlistalla & Lutat (2011) et O'Hara & Ye (2011)), pour d'autres, l'émergence des plateformes « *dark pool* » mène à des résultats plus contrastés (voir par exemple, Hatheway et al. (2017)). Sur cette question aussi, l'histoire financière pourrait fournir un regard éclairant.

Annexe

5.A Tables additionnelles

Table 5.A.1 – Détermination de la dette de la Chambre syndicale de la Bourse de Lyon, 17 mars 1883

	À déduire	À ajouter
Dette constatée par la délibération du 9 février 1882		63 730 521,60
Créance de la Chambre	5 856 175,00	
Espèces réparties aux agents créanciers	764 080,05	
Réduction sur créance Séjalon par le Crédit Jauvat	40 000,00	
Répartition espèces à faire	8 000 000,00	
Total	14 660 255,05	63 730 521,60
Dette de la Compagnie		49 070 266,55
Cautionnement de 17 agents de change		1 700 000,00
Total à émettre en Bons		50 770 266,55
Soit en Bons de 500 francs		101 547

Source : ADR, CAC Lyon, PV CS, 17 mars 1883.

Notes : La « dette constatée par la délibération de la Chambre syndicale du 9 février 1882 » représente le débit de 14 agents de change vis-à-vis de la Caisse syndicale et donc vis-à-vis de leurs 16 confrères et constitue la dette *brute* de la CAC de Lyon au moment de l'arrêt des paiements. La « Dette de la Compagnie » correspond, en revanche, à la dette *nette*, c'est-à-dire de la dette brute moins les actifs à la disposition de la Caisse syndicale à la cessation de paiements. Le cautionnement correspond aux montants du dépôt obligatoire des agents de change selon les dispositions du Décret impérial du 1er octobre 1862 (40.000 francs) et du compte-courant exigé par la Caisse syndicale à tout agent nouvel entrant (60.000 francs). Il ne concerne que les 16 agents de change créanciers de la Caisse syndicale, ainsi qu'un agent l'ayant reversé en février avant de vendre sa charge en mai 1882 (ADR, CAC Lyon, PV AG, 10 mai 1882.).

TABLE 5.A.2 – Répartition inter-agents des Bons de délégation, 17 mars 1883

Agent de change	Créances	Dividende	Solde de la créance	Cautionnement	Total payable en Bons	Nombre de Bons
Steiner Pons	4 485 679,75	628 794,00	3 856 885,75	100 000,00	3 956 885,75	7 914
Genevet	2 001 232,35	280 528,70	1 720 703,65	100 000,00	1 820 703,65	3 642
Fontaine	1 587 873,20	222 584,85	1 365 288,35	100 000,00	1 465 288,35	2 931
Picot	9 601 354,30	1 345 899,45	8 255 454,85	100 000,00	8 355 454,85	16 711
Bizot	3 180 506,90	445 837,40	2 734 669,50	100 000,00	2 834 669,50	5 670
Picard	1 293 816,20	181 364,55	1 112 451,65	100 000,00	1 212 451,65	2 425
Jamme	4 103 899,60	575 276,75	3 528 622,85	100 000,00	3 628 622,85	7 258
Doyon	5 695 293,65	798 355,40	4 896 938,25	100 000,00	4 996 938,25	9 994
Bouvier	1 695 654,95	237 693,40	1 457 961,55	100 000,00	1 557 961,55	3 116
Gignoux	1 950 701,90	273 445,35	1 677 256,55	100 000,00	1 777 256,55	3 555
Morel	640 031,30	89 718,30	550 313,00	100 000,00	650 313,00	1 301
Séjalon	1 222 750,75	171 402,75	1 051 348,00	100 000,00	1 151 348,00	2 303
Waldmann	583 302,70	81 766,20	501 536,50	100 000,00	601 536,50	1 204
Garcin	6 512 907,85	912 967,05	5 599 940,80	100 000,00	5 699 940,80	11 400
Louvier	6 932 591,85	971 797,65	5 960 794,20	100 000,00	6 060 794,20	12 122
Demoustier	5 582 669,30	782 568,20	4 800 101,10	100 000,00	4 900 101,10	9 801
Magnoux	0,00	0,00	0,00	100 000,00	100 000,00	200
Total	57 070 266,55	8 000 000,00	49 070 266,55	1 700 000,00	50 770 266,55	101 547

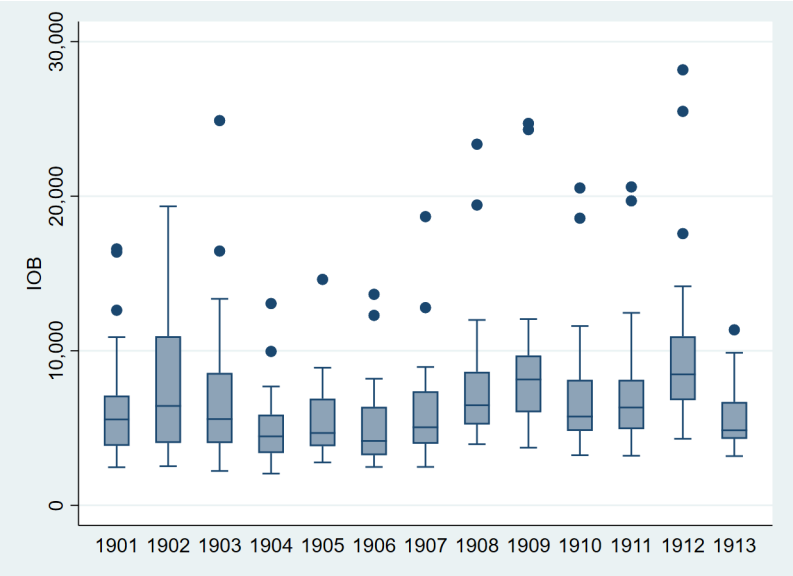
Source : ADR, CAC Lyon, PV CS, 17 mars 1883.
Notes : « Créances » désigne la position créditrice de l'agent de change contre la Caisse syndicale considérée au soir du 19 janvier 1882. « Dividende » correspond aux sommes perçues par les agents de change lors de la liquidation de l'ancienne Chambre syndicale. Le « Solde de la créance » est calculé comme la différence entre les créances et le dividende. Le « Cautionnement », déposé par les agents de change auprès de la Chambre syndicale et absorbé de la répartition de son actif, s'ajoute à ce solde. Le « Nombre de Bons » est calculé comme la créance totale de chaque agent de change divisé par 500 francs.

5.B Valeur d'un office, commissions reçues et IOB versé

Nous étudions dans cette section la manière dont la Chambre syndicale de la Bourse de Lyon déterminait la valeur des offices au cours de la période 1900–1913. Pour cela, nous envisageons un modèle très simple où la valeur d'un office à la période t est expliquée à partir de deux variables d'activités propres à chaque charge d'agent de change, toutes deux prises à la période précédente, $t-1$: les commissions reçues et les montants d'IOB versés. En effet, si la fixation du prix de l'office était totalement libre, celui-ci pourrait être considéré comme étant la valeur actualisée des revenus futurs qu'il génère et serait donc, dans une certaine mesure, corrélée avec l'activité passée de la charge. Puisque le nombre d'observations dont nous disposons est limité, nous ne considérons que l'activité au cours de l'exercice précédent et non l'historique complet pour chaque charge.

L'analyse de l'activité de chaque agent de change considéré individuellement révèle une certaine inégalité (graphique 5.B.1). Entre 1901 et 1913, l'agent de change le plus actif traite en moyenne 6,5 fois plus de transactions que le moins actif (moyenne calculée à partir des montants d'IOB versés). L'écart interquartile est de 3150 francs en moyenne sur la même période. Une telle hétérogénéité ne se retrouve pas dans la distribution des valeurs des offices.

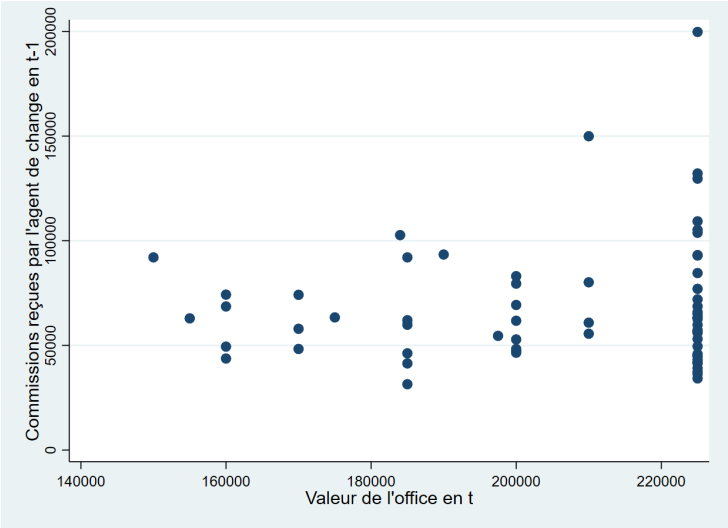
FIGURE 5.B.1 – Mesures de dispersion de l'activité des agents de change à Lyon, 1900–1913



Sources : ADR, CAC Lyon, 161 J 31 à 43, Inventaires, 1900–1913.
Notes : Les montants exprimés sont en francs courants. Ces mesures de dispersion sont calculées à partir des montants d'IOB versés par chaque agent de change à titre individuel.

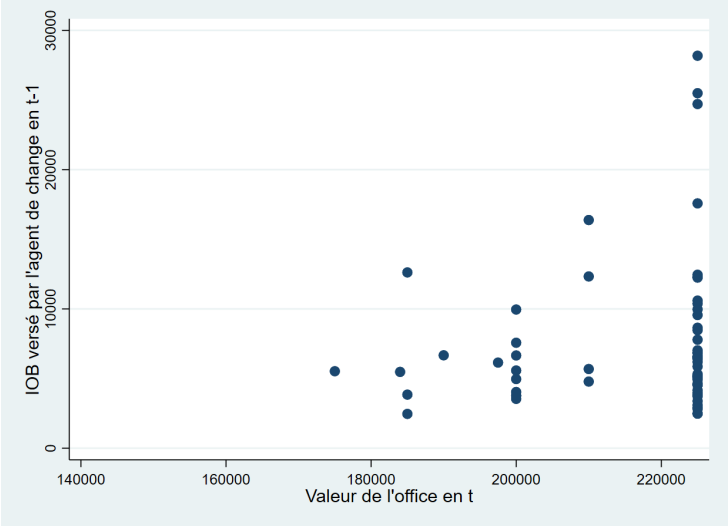
Les graphiques 5.B.2 et 5.B.3, ainsi que le tableau de régression 5.B.1, suggèrent que l'activité passée d'une charge n'est pas un bon indicateur de la valeur d'un office. Cela renforce l'hypothèse selon laquelle, la valeur des offices est déterminée par la Chambre syndicale à partir d'intérêts corporatistes et non individuels.

FIGURE 5.B.2 – Corrélation entre la valeur d'un office (année t) et les commissions reçues par un agent de change (année t-1), Bourse de Lyon, 1900–1913



Sources : ADR, CAC Lyon, PV AG, 1900–1913 et 161 J 31 à 43, Inventaires, 1900–1913.
Notes : Ce graphique met en relation la valeur d'un office d'un agent de change telle que déterminée par la Chambre syndicale au cours d'une année t et la valeur des courtages reçus par ce même agent de change au cours de l'année précédente, t-1. Les commissions reçues par chaque agent de change sont reconstituées à partir des « marchés » versés par chaque agent à la Caisse syndicale. Ces données sont manquantes pour l'année 1911. Au total, 69 estimations de valeur d'office effectuées entre 1900 et 1913, lors de l'installation d'un nouvel agent ou du renouvellement d'une société d'agent de change, sont prises en compte.

FIGURE 5.B.3 – Corrélation entre la valeur d'un office (année t) et l'impôt sur les opérations de bourse versé par un agent de change (année t-1), Bourse de Lyon, 1902–1913



Sources : ADR, CAC Lyon, PV AG, 1902–1913 et 161 J 32 à 43, Inventaires, 1901–1913.
Notes : Ce graphique met en relation la valeur d'un office d'un agent de change telle que déterminée par la Chambre syndicale au cours d'une année t et le montant d'IOB versé par ce même agent de change au cours de l'année précédente, t-1. Les données d'IOB versé par chaque agent de change ne sont disponibles qu'à partir de 1901. Au total, 63 estimations de valeur d'office effectuées entre 1901 et 1913, lors de l'installation d'un nouvel agent ou du renouvellement d'une société d'agent de change, sont prises en compte.

TABLE 5.B.1 – Corrélation entre la valeur d'un office, les commissions reçues et l'IOB versé par un agent de change, Bourse de Lyon, 1900–1913

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Commissions t-1	0.058		-0.020	0.006		0.020
	(0.070)		(0.068)	(0.053)		(0.049)
IOB t-1		0.396	0.471		0.103	0.056
		(0.213)	(0.341)		(0.194)	(0.172)
Constante	202.736***	213.159***	212.848***	218.455***	224.527***	223.331***
	(5.779)	(2.844)	(4.055)	(6.261)	(0.892)	(3.386)
Indicatrices annuelles				Oui	Oui	Oui
Observations	68	63	56	68	63	56
R^2	0.005	0.022	0.023	0.908	0.837	0.830

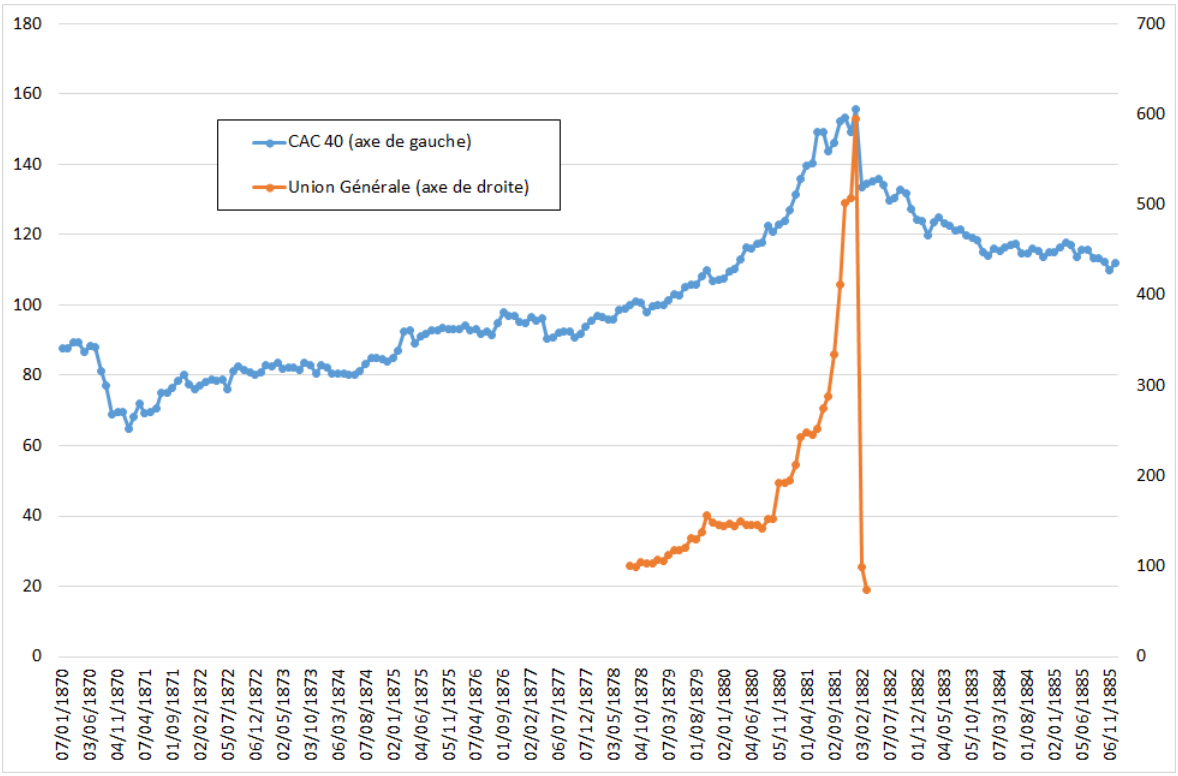
Notes : Écarts types robustes entre parenthèses ; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$
Le modèle empirique complet est le suivant :

$$\text{Valeur office}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Commissions reçues}_{t-1} + \beta_2 \text{IOB versé}_{t-1} + d_t + \varepsilon$$

où la variable dépendante est la valeur de l'office en francs courants telle que déterminée par la Chambre syndicale en t suite à la demande d'un agent de change ou lors de l'installation d'un nouvel agent et les valeurs explicatives le montant des commissions perçues (respectivement le montant d'IOB) par ce même agent de change (ou son prédécesseur) lors de l'année précédente (t-1) et des *dummies* annuelles, d_t.
Les montants de courtage reçus ou d'IOB versé par un agent de change ne sont pas significativement corrélés au montant de l'office tel que déterminé l'année suivante. En outre, la valeur de l'office est davantage expliquée suite à l'inclusion de variables indicatrices annuelles. Ces deux résultats suggèrent que la Chambre syndicale ne déterminait pas la valeur d'un office en se fondant sur les performances individuelles de chaque agent, mais en prenant en compte l'état de la Compagnie dans son ensemble.
Le nombre d'observations varie dans chaque modèle : on connaît les montants d'IOB versés pour la période 1901–1913 et les commissions pour la période 1899–1913 (hors 1911).

5.C Graphique additionnel

FIGURE 5.C.1 – Évolution mensuelle des cours boursiers (base 100 en août 1878), 1870–1885



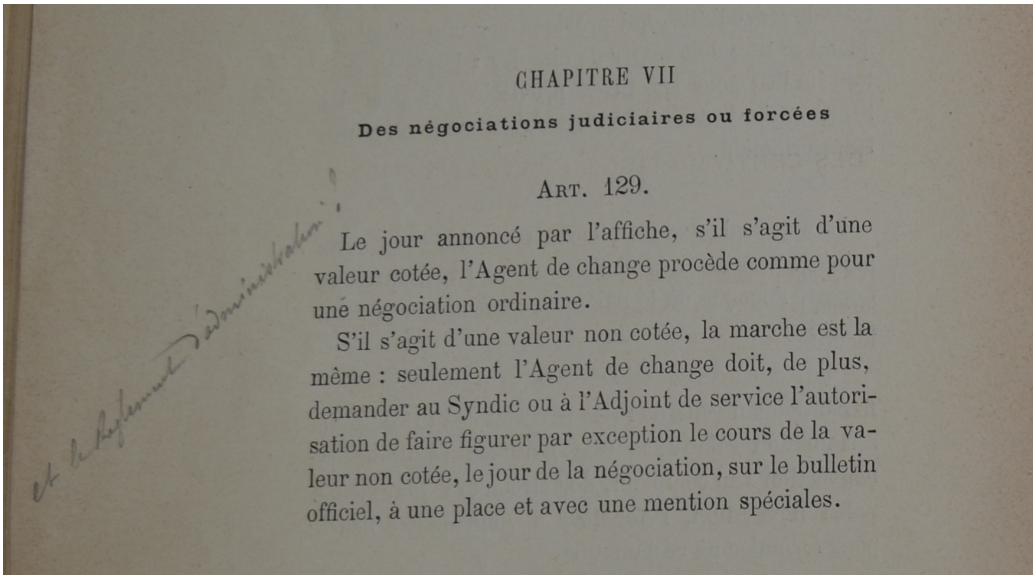
Sources : Le Bris & Hautcœur (2010) pour l'indice CAC 40 historique et relevé de l'auteur à partir du *Cours authentique et officiel* de la Bourse de Paris pour l'indice Union Générale.

Notes : Les deux séries ont pour base 100 le mois d'août 1878, date de l'introduction à la Bourse de Paris des actions, d'un montant nominal de 500 francs, de la Banque de l'Union Générale. Les valeurs pour l'indice CAC 40 sont reportées sur l'axe de gauche, tandis que l'indice Union Générale se lit sur l'axe de droite. L'indice « Union Générale » est calculé à partir du dernier cours au comptant du premier vendredi de chaque mois, date choisie pour établir une équivalence avec l'indice CAC 40 historique. Entre août 1878 et (début) janvier 1882, le cours de l'action de l'Union Générale est multiplié par 6, alors que l'indice CAC 40 ne l'est « que » par 1,6 !

5.D Refonte du Règlement particulier de la Bourse de Lyon en 1890–92

Il a été possible de retrouver dans les archives de la CAC de Paris, une version annotée, sans doute par l'un de ses membres ou par un employé du ministère des Finances, du Règlement particulier de la CAC de Lyon de 1890 [129]. Les extraits reportés ci-dessus illustrent le travail d'homogénéisation consécutif au décret d'administration publique du 7 octobre 1890.

FIGURE 5.D.1 – Règlement particulier de la Bourse de Lyon, extrait annoté n°1 : À propos des négociations judiciaires ou forcées



CHAPITRE VII

Des négociations judiciaires ou forcées

ART. 129.

Le jour annoncé par l'affiche, s'il s'agit d'une valeur cotée, l'Agent de change procède comme pour une négociation ordinaire.

S'il s'agit d'une valeur non cotée, la marche est la même : seulement l'Agent de change doit, de plus, demander au Syndic ou à l'Adjoint de service l'autorisation de faire figurer par exception le cours de la valeur non cotée, le jour de la négociation, sur le bulletin officiel, à une place et avec une mention spéciales.

et le Règlement d'administration ?

Annotation : « et le Règlement d'administration ? »

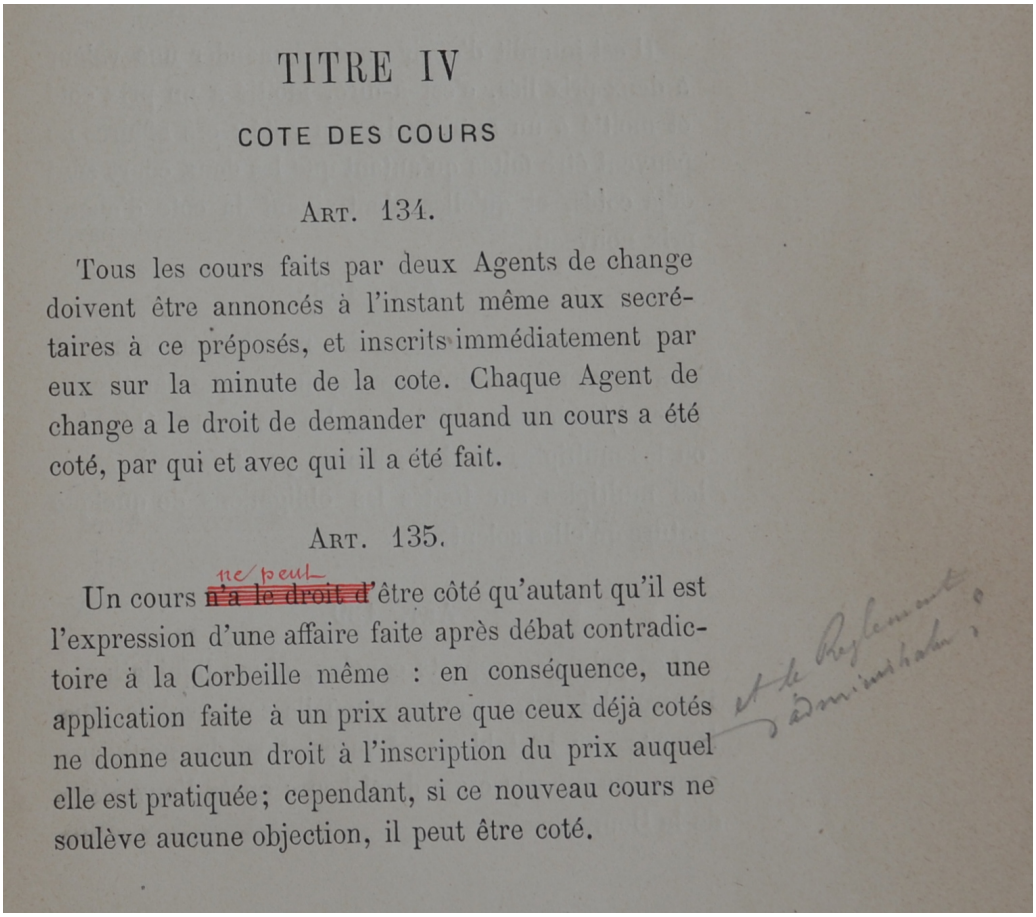
L'article 70 du décret d'administration publique dispose en effet : « Lorsqu'un agent de change est commis par justice à l'effet de négocier des valeurs, il doit faire apposer, vingt-quatre heures au moins avant la négociation, une affiche signée de lui dans l'intérieur de la bourse, dans ses bureaux ou dans tout autre endroit désigné par le juge.

Cette affiche indique la nature des valeurs à négocier, leurs quantités, la décision en vertu de laquelle la négociation est effectuée, le nom de l'agent de change chargé de la négociation et les jours auxquels cette négociation aura lieu. Pour les valeurs qui ne figurent pas à la partie officielle de la cote, des enchères sont ouvertes et reçues avec faculté de surenchère pendant les délais et sous les conditions déterminées par la chambre syndicale, ou, s'il n'y a pas de chambre syndicale, par le tribunal de commerce.

La chambre syndicale ou, s'il n'y a pas de chambre syndicale, le tribunal de commerce peut toujours décider que cette procédure sera appliquée même à des valeurs figurant à la partie officielle de la cote ».

129. CAEF, CAC Paris, B-67695, Bourse de Lyon, « Règlements intérieurs (1882–1927) », Règlement particulier de la CAC de Lyon, 1890.

FIGURE 5.D.2 – Règlement particulier de la Bourse de Lyon, extrait annoté n°2 : À propos des applications



TITRE IV

COTE DES COURS

ART. 134.

Tous les cours faits par deux Agents de change doivent être annoncés à l'instant même aux secrétaires à ce préposés, et inscrits immédiatement par eux sur la minute de la cote. Chaque Agent de change a le droit de demander quand un cours a été coté, par qui et avec qui il a été fait.

ART. 135.

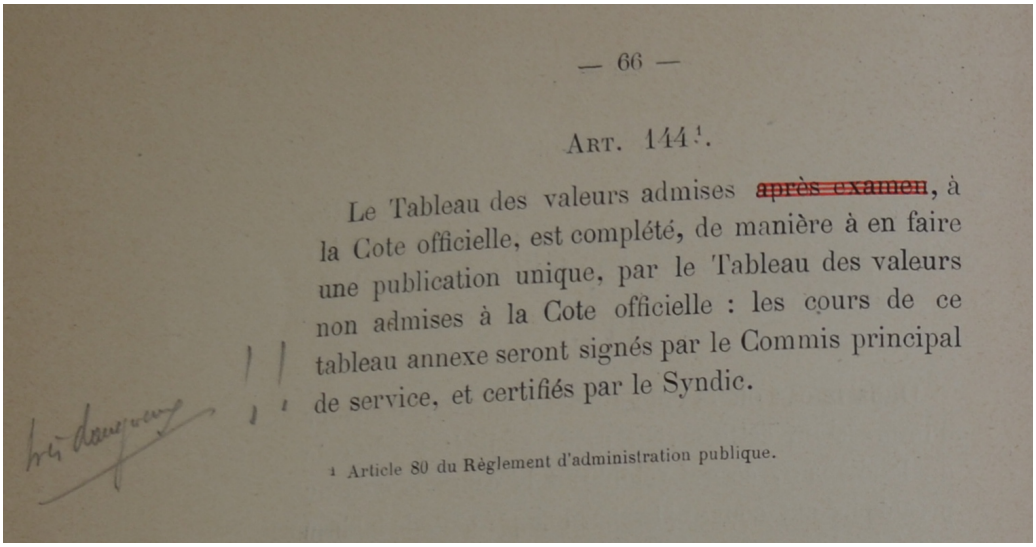
Un cours ne peut ~~n'a le droit d'~~ être côté qu'autant qu'il est l'expression d'une affaire faite après débat contradictoire à la Corbeille même : en conséquence, une application faite à un prix autre que ceux déjà cotés ne donne aucun droit à l'inscription du prix auquel elle est pratiquée; cependant, si ce nouveau cours ne soulève aucune objection, il peut être coté.

et le Règlement d'administration ?

Annotation : « et le Règlement d'administration ? »

L'article 43 du décret d'administration publique dispose en effet que : « Les prix offerts et demandés sont, pour les négociations au comptant, préalablement inscrits sur un registre spécial. Les règlements prévus à l'article 82 peuvent appliquer les mêmes règles aux négociations à terme. Les prix offerts et demandés sont dans tous les cas, dans les bourses pourvues d'un parquet, annoncés à haute voix. Les mêmes règles doivent être suivies pour l'exécution par voie d'application des ordres en sens contraire reçus par le même agent de change. L'agent de change, avant de réaliser l'application, fait constater par un des membres de la chambre syndicale l'absence de demandes ou d'offres plus favorables ».

FIGURE 5.D.3 – Règlement particulier de la Bourse de Lyon, extrait annoté n°3 : À propos de la constatation des cours de titres non officiellement admis aux négociations



— 66 —

ART. 144[1].

Le Tableau des valeurs admises ~~après examen~~, à la Cote officielle, est complété, de manière à en faire une publication unique, par le Tableau des valeurs non admises à la Cote officielle : les cours de ce tableau annexe seront signés par le Commis principal de service, et certifiés par le Syndic.

[1] Article 80 du Règlement d'administration publique.

très dangereux!!

Annotation : « très dangereux!! »

Chapitre 6

Concurrence boursière en période trouble : les Bourses de Paris et de Lyon au cours des deux guerres mondiales

> « Nous sommes parvenus à prendre la place que laissait libre l'éclipse du marché de Paris, il s'agit pour nous de savoir le conserver. Nos confrères parisiens feront alors l'impossible pour reprendre toute leur ancienne clientèle, nous devons donc dès maintenant envisager toutes les mesures à prendre pour conserver ici sinon tous, tout au moins, une bonne partie des ordres actuels ».
>
> A. Demoustier, Syndic de la CAC de Lyon, 22 décembre 1942.

6.1 Introduction

Les deux conflits mondiaux constituent deux tournants majeurs de l'histoire française au XXe siècle. Le bilan tant humain qu'économique de la Première Guerre mondiale est désastreux : une population amputée de près de 7%, une remise en état estimée par la Commission chargée de fixer le montant des réparations à 137 milliards de francs de 1920 (Sauvy 1984, p. 8–13), un quadruplement de la dette publique en valeur nominale (Ministère des Finances 1963, p. 1008), un PIB réel ne représentant en 1918 plus que 66% de sa valeur en 1913, une inflation à deux chiffres (Hautcœur 2005, p. 171 & 186), etc. Le constat pour la Seconde Guerre mondiale n'est guère plus réjouissant. La valeur des destructions physiques est estimée, en France, à plus de 200 milliards de francs de 1938 par la Commission consultative des dommages et réparations. Selon les chiffres de Villa (1997), le PIB recule, en volume, de près de 30% entre 1939 et 1945. Par ailleurs, si l'impact des deux conflits mondiaux sur le stock de capital a récemment fait l'objet d'un regain d'intérêt (voir par exemple, Piketty (2013, p. 187–193) et Piketty & Zucman

(2014)), il n'en demeure pas moins que les conséquences sur le marché financier français de ces deux bouleversements sont mal connues. Nous nous proposons de combler cette lacune en étudiant la trajectoire suivie par les institutions boursières, en particulier les Bourses de Paris et de Lyon, au cours des deux guerres mondiales.

Huit bourses co-existent en France avant la Première Guerre mondiale et neuf en 1939. Outre les deux marchés parisiens – le Parquet et la Coulisse –, largement dominants, subsistent des places régionales organisées pour la plupart au cours du XIXe siècle : Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nantes, Toulouse et Nancy, créée, quant à elle, durant l'entre-deux-guerres. Peu après le déclenchement de la Première Guerre mondiale, en septembre 1914, devant l'avancée de l'armée allemande et les craintes de destruction physique, la Bourse de Paris ferme, suivant ainsi le sort de la Coulisse, dont les opérations sont interrompues quelques semaines plus tôt. Vidal (1919) décrit cette période de fermeture totale du marché financier parisien entre septembre et décembre 1914, inédite dans l'histoire contemporaine par sa durée, comme les « jours noirs » de la Bourse de Paris. La situation est similaire en juin 1940 : la Bourse de Paris est contrainte de fermer ses portes pendant plusieurs mois et ne retrouve une activité complète qu'en octobre 1944. Pendant les deux conflits, alors que les marchés parisiens sont fermés, les plus importantes places de province restent ouvertes et actives, certes uniquement pour des transactions au comptant. Choc exogène d'une ampleur sans précédent, les deux guerres apparaissent ainsi comme un évènement capable de modifier la hiérarchie du système financier français. D'ailleurs, selon un économiste contemporain favorable à la mise en place d'un véritable régionalisme financier [1], « une des conséquences de la guerre [Première Guerre mondiale] a été de démontrer l'utilité de la décentralisation » en matière financière (Delore 1921, p. 84). Le but de cet article est d'évaluer les conséquences financières des deux conflits mondiaux et de la fermeture, temporaire, de la Bourse de Paris. Comment le marché monétaire et financier français a-t-il réagi face à ces deux chocs exogènes ? Les marchés régionaux sont-ils parvenus à fournir une alternative crédible et à modifier la hiérarchie, pourtant bien établie, des marchés financiers français ?

Nous avons choisi d'étudier la concurrence entre les places financières françaises à partir de l'exemple des Bourses de Paris et de Lyon. Place financière largement dominante depuis 1898, le choix de la Bourse de Paris est évident. En revanche, il aurait été possible de s'intéresser à la Coulisse, l'autre marché parisien, concurrent habituel du marché officiel depuis le XIXe siècle ou de choisir une autre place régionale pour étudier les relations avec la Bourse de Paris. Plusieurs considérations ont guidé notre choix. Tout d'abord, le rôle de la Coulisse est fortement diminué au cours des deux conflits, car elle est dirigée majoritairement par des intermédiaires étrangers, naturalisés ou juifs, contraints pour la plupart de fuir en 1914 et en 1939, et car elle ne peut plus négocier sur des valeurs étrangères, pourtant traditionnellement au cœur de son activité. En outre, au cours de la Seconde Guerre mondiale, la Coulisse ferme de long mois à partir de mai 1940 et ne rouvre qu'après la réforme du marché financier d'octobre 1942 avec une activité réduite (Lagneau-Ymonet & Riva 2008). Ensuite, selon la plupart des métriques [2], la Bourse de

1. Sur ce sujet, voir également les contributions de Buffet (1917) et Raynaud (1918*a*,*b*).

2. Lyon compte le plus grand nombre d'agents de change et apporte la plus grande contribution des marchés de province à l'impôt sur les opérations de bourse (voir par exemple le graphique 6.C.2). Seul, le marché lillois,

Lyon s'impose comme la bourse régionale la plus importante en France. Elle apparaît, en outre, comme la place *leader* des bourses de province, au sens où elle centralise dès le XIXe siècle les doléances et revendications des autres places régionales dans le cadre d'une coordination croissante des parquets régionaux. Enfin, nous disposons de la collection complète des livres comptables et des comptes-rendus des réunions de la Compagnie des Agents de Change de Lyon pour les deux guerres, ce qui nous permet d'entreprendre une analyse fine des mécanismes à l'œuvre au cours de cette période.

Les travaux d'histoire financière portant spécifiquement sur les deux conflits mondiaux sont rares et portent essentiellement sur l'organisation boursière et son évolution, les crises financières issues du déclenchement brusque des guerres et les performances boursières, ainsi que la réaction des agents économiques face aux divers évènements. Silber (2005) analyse ainsi comment une nouvelle plateforme de négociations, appelée *New Street*, a émergé aux États-Unis après la fermeture de la Bourse de New York le 31 juillet 1914. Selon lui, en dépit de la non transparence caractérisant ses opérations, *New Street* est parvenu à fournir significativement de la liquidité au marché financier. Michie (1999, p. 143–169) étudie les conséquences sur le marché londonien de la Première Guerre mondiale et montre notamment comment les circonstances particulières conduisent à davantage de coopération entre Londres et les bourses provinciales britanniques, notamment avec la définition de taux de commissions minimum. Willems & Buelens (2006) et Oosterlinck (2010) analysent, quant à eux, l'évolution de la législation boursière, au cours de la Seconde Guerre mondiale, respectivement en Belgique et en France, sous l'influence de l'occupant allemand. De plus, Oosterlinck & Riva (2010) étudient, la concurrence entre les places boursières françaises au cours de la Seconde Guerre mondiale et montrent que la régulation mise en place sous l'Occupation a favorisé les bourses régionales situées en zone non occupée [3], au détriment de Paris. Enfin, Bonin (2005) et Straus (2005), parmi d'autres, tentent de replacer les deux périodes de guerre dans une histoire plus large de la place financière parisienne au cours du XXe siècle.

Si les guerres sont un moment propice à une réorganisation de l'industrie boursière, elles sont également souvent à l'origine de crises financières. La Première Guerre mondiale n'échappe pas à la règle, comme l'ont montré Roberts (2010, 2013) pour le cas de la place financière de Londres, où dès juillet 1914, de nombreux *brokers* font défaut et Silber (2007) et O'Sullivan (2016) dans le cas de la Bourse de New York. Selon Silber (2007, p. 14), la Bourse de New York ferme le 31 juillet 1914 devant la peur de subir des ordres de ventes massifs émanant de l'étranger et donc une exportation d'or vers l'Europe, alors qu'au contraire, O'Sullivan (2016, p. 313–317) insiste sur les difficultés internes de la place new-yorkaise notamment causées par le marché des *call loans* et présentes avant même le déclenchement de la Première Guerre mondiale.

Enfin, une troisième littérature étudie l'évolution des cours boursiers, ainsi que la réaction

fort de ses charbonnages, devance Lyon lorsque l'on considère la capitalisation boursière (François-Marsal 1931, p. 453–469).

3. Nous suivons Joly (2007, p. 14) en préférant l'appellation « zone non occupée » plutôt que « zone libre », car si elle n'est pas occupée à proprement parler avant novembre 1942, elle n'est pas dépourvue d'une présence militaire allemande, est sujette à des inspections et contrôles, et demeure « sous le régime de la dictature de l'État français ».

des investisseurs au cours des conflits mondiaux. Par exemple, Marseille (2000) et Le Bris (2012*c*) étudient les performances boursières des entreprises françaises, notamment au cours de la Seconde Guerre mondiale, tandis qu'Oosterlinck (2003) utilise les cours d'obligations émises par le gouvernement de Vichy afin d'étudier sa légitimité telle que perçue par les marchés financiers.

Dans cet article, nous utilisons les montants d'impôt sur les opérations de bourse (IOB), impôt proportionnel à la valeur des échanges, versés par les Compagnies des Agents de Change (CAC) de Paris et de Lyon, pour évaluer l'évolution de l'activité boursière sur ces deux places. Afin de rendre compte de ces mouvements, nous avons, tout d'abord, eu recours aux archives des CAC de Paris et de Lyon et en particulier aux comptes-rendus des réunions de la Chambre syndicale et des Assemblées générales. De plus, les marchés boursiers étant étroitement encadrés par les différents gouvernements en place, en particulier au cours des périodes de conflit, nous avons pu en tirer parti et utiliser les rapports des surveillances exercées sous l'égide de la Préfecture de Police de Paris [4]. En particulier, la série BA1587 regroupe les rapports quotidiens rédigés par la section spéciale de la Préfecture de Police sur certains lieux stratégiques de la capitale – les rapports débutent systématiquement, et de manière significative, par l'examen de la Bourse des valeurs mobilières –, pour la période 1917–1919 [5]. Une série similaire, reprenant les rapports du Commissariat de la Bourse et de la Brigade Financière entre 1940 et 1942, est disponible pour la Seconde Guerre mondiale [6]. Pour la Seconde Guerre mondiale, nous avons complété ces sources avec les fonds allemands conservés aux Archives Nationales, plus particulièrement les rapports du Commandant militaire allemand en France (*Militärbefehlshaber in Frankreich*) et les séries AJ40/832 et AJ40/833, respectivement consacrées aux bourses et aux banques [7]. Enfin, la presse quotidienne et financière nous a permis d'éclairer les évènements des deux périodes de guerre.

Nous montrons qu'au cours de la Première Guerre mondiale, l'activité boursière s'effondre que ce soit à Paris, mais également à Lyon, malgré la fermeture du marché dominant en France. Au contraire, au cours de la Seconde Guerre mondiale, la Bourse de Lyon atteint une part de marché relativement importante. Nous rendons compte de ce résultat en montrant que le marché financier français est complètement gelé à partir d'août 1914 du fait de l'instauration de nombreux moratoires financiers et monétaires, décidés pour éviter une crise financière majeure, alors qu'au cours de la Seconde Guerre mondiale, au contraire, le contexte macroéconomique et financier est davantage favorable aux marchés boursiers. La Bourse de Lyon parvient ainsi à s'approprier une part élevée des opérations financières, notamment grâce à sa localisation en zone non occupée qui lui permet de négocier de certains titres et l'ensemble des valeurs étrangères, ce qui n'est le cas de Paris. La recherche de ruptures structurelles dans l'évolution de l'activité à Lyon relativement à Paris suggère, en effet, que les principaux changements repérés sont dus à

4. Une illustration de l'utilisation des archives policières dans l'étude du marché financier parisien figure dans l'étude de Pollin (1997) sur l'émergence de la Coulisse au début du XIXe siècle.

5. Archives Préfecture de Police de Paris (APPP), BA1587 Physionomie de Paris, 1917–1919.

6. APPP, GA44 Bourse des valeurs mobilières, Seconde Guerre mondiale, Dossier Affaires financières 1940–1942 (le dossier s'arrête en mai 1942).

7. Archives Nationales (AN), AJ40/832 Bourses, 1940–1944 et AJ40/833 Banques et bourses, divers, 1940–1944.

des modifications de règlementation financière touchant de façon spécifique la place parisienne ou à la partition de la France : fermeture de la Bourse de Paris en juin 1940, autorisations de négocier à Paris certaines valeurs à revenu variable en mars 1941 et les valeurs étrangères en octobre 1944 et envahissement de la zone non occupée en novembre 1942. Nous approfondissons ainsi les travaux de Oosterlinck & Riva (2010) de quatre manières principalement : tout d'abord, nous fournissons une comparaison entre les deux conflits mondiaux, alors que la contribution d'Oosterlinck & Riva (2010) se concentre uniquement sur la Seconde Guerre mondiale. Ensuite, nous présentons, dans cet article, des données bimensuelles, et donc plus précises, sur l'évolution de l'activité boursière en France au cours des deux guerres. En outre, nous utilisons une méthode statistique nous permettant de mettre en évidence les principaux facteurs de rupture dans nos séries de données. Enfin, nous replaçons les bourses régionales françaises dans un contexte plus large des décennies 1910 et 1930. À notre connaissance, cet article est le premier à s'intéresser au sort des places régionales françaises après la Belle Époque.

Cet article est organisé de la manière suivante. La section 6.2 décrit la situation des bourses régionales et du marché financier français à la veille des deux conflits mondiaux. La partie 6.3 présente notre méthode d'approximation de l'activité boursière en France à partir des montants d'IOB versés par les Bourses de Paris et de Lyon. Dans la partie 6.4, nous discutons l'évolution de l'activité en bourse au cours de la Première Guerre mondiale et montrons que le gel du marché financier a impacté Lyon et Paris dans des proportions similaires. Nous montrons, dans la section 6.5 que la Bourse de Lyon bénéficie au cours de la Seconde Guerre mondiale, surtout de la partition de la France et des restrictions des échanges à la Bourse de Paris. Enfin, la partie 6.6 conclut.

6.2 Les bourses de province à la veille des conflits mondiaux

6.2.1 La stagnation des années 1910

À la veille de la Première Guerre mondiale, l'activité financière française est dans son immense majorité concentrée à Paris. Les deux marchés parisiens, le Parquet et la Coulisse, représentent à cette époque en effet plus de 90% des échanges en bourse. Le Parquet, grand bénéficiaire de la crise des mines d'or qui a décimé la Coulisse en 1895 et de la réforme du marché financier de 1898, représente, à lui seul, plus de la moitié de l'activité boursière en France. Pour reprendre les termes du Syndic de la CAC de Lyon, « les pouvoirs publics [sont] restés, jusqu'à présent, spectateurs indifférents de l'absorption totale du marché financier dans quelques mains [celles des agents de change parisiens] » [8]. Cette situation pousse les marchés régionaux à adopter de véritables stratégies de lutte pour la survie. Par exemple, la Bourse de Lyon, le plus important d'entre eux, ouvre au tournant du XXe siècle plus largement sa cote aux titres émis par de petites entreprises locales et maintient un espace de négociations non officiel, en marge du parquet (voir chapitre 5). Le but de ces initiatives est notamment de générer des transactions sur des valeurs

8. Archives Départementales du Rhône (ADR), CAC Lyon, Procès-verbal Assemblée générale (PV AG), 19 décembre 1908.

non soumises à la concurrence de Paris et de se différencier marginalement du marché dominant. La fuite d'un agent de change ayant détourné 2,8 millions de francs en octobre 1913 aux dépens de la Mutuelle de France et des Colonies [9], société de gestion fondée par J. Giordan, député de la Corse, n'arrange pas les affaires lyonnaises et relance, après le refus de la CAC de Lyon de couvrir les pertes [10], les débats sur l'existence du monopole des agents de change de province en l'absence de solidarité légale entre les agents [11]. La formule suivante, due au Syndic de la CAC de Lyon, résume parfaitement la situation et les difficultés rencontrées par son marché avant le déclenchement de la guerre [12] :

> « Ce n'est pas nous que la guerre aura enrichis ! Il est peu de professions qui aient été atteintes plus cruellement que la nôtre par les évènements de ces dernières années. Notre infortune a même devancé la guerre et il semble que le destin se soit fait un malin plaisir de nous asséner le coup de massue du 2 août 1914 dans le moment même où nous étions le moins en situation de le recevoir ».

Le constat semble encore plus négatif pour les autres places de province. En effet, selon Gontard (1985, p. 170), au cours de la Belle Époque, avec le recul des affaires à terme, « l'activité du port de Marseille, l'industrie régionale et la bourse stagnaient par insuffisance des capitaux nécessaires à leur développement ». D'après Blondel (1998, p. 315), le marché bordelais est, quant à lui, progressivement devenu au cours du XIXe siècle « le vassal de celui de Paris ». Il « voit ses opérations se restreindre comme peau de chagrin à partir de 1890 » et les opérations à terme y sont « extrêmement réduites » (Blondel 1997, p. 315-316). En ce qui concerne le marché lillois, « c'est un marché de plus en plus attaqué à partir de 1900 »(Tassin 1994, p. 103), souffrant de la concurrence des places de Paris et de Bruxelles et des établissements de crédit, notamment sur les valeurs de l'industrie minière, cœur de l'activité de la Bourse de Lille (Mastin 2010). La crainte est alors de voir les marchés de province disparaître [13]. Une demande de la Chambre de commerce de Nancy en vue d'établir un parquet dans cette ville est, d'ailleurs, repoussée en 1908, les autorités craignant que les négociations ne s'y fassent au détriment des marchés régionaux existants [14].

Le destin commun des places de province les pousse à s'organiser et à mener des discussions avec le gouvernement d'une part et la CAC de Paris d'autre part. Ainsi, dès 1901, la Chambre syndicale de Lyon convoque les Syndics des différentes CAC de province pour organiser une

9. Centre des Archives Économiques et Financières (CAEF), CAC Paris, B-67695 Bourse Lyon, Affaires particulières (1882–1919).

10. ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 et 23 octobre 1913.

11. Par exemple, on peut lire dans *Le Temps* du 26 octobre 1913 : « Après la crise boursière de 1882, la corporation des agents de change de Lyon avait, pour faire face aux dettes des charges, émis des bons qui ont été successivement remboursés en une trentaine d'années, à l'aide d'un abandon annuel de 35% des courtages perçus. Ces 35% sont devenus libres. La corporation des agents de change de Lyon pourrait les consacrer à nouveau à la couverture du passif de la charge Girinon. Si elle s'y refuse – et nous le répétons, c'est son droit –, l'existence de son monopole peut être compromise ».

12. Archives Départementales du Rhône (ADR), CAC Lyon, Procès-verbal Assemblée générale (PV AG), 20 décembre 1918.

13. On peut ainsi lire dans le journal *La Correspondance méridionale* du 2 septembre 1912 : « Si l'on n'y prend garde, M. de Verneuil [Syndic de la CAC de Paris], après avoir tué la Coulisse, décrètera un jour que tous les Parquets de province doivent être supprimés » (passage cité par Gontard (1985, p. 165)).

14. « La Bourse de Nancy », *L'Information*, 8 novembre 1908 ; ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1908.

action commune auprès de la CAC de Paris et obtenir une amélioration du pourcentage des remises accordées par celle-ci sur les ordres fournis par les agents de change de province à leurs confrères parisiens. Les CAC de province voient alors le taux des remises augmenter de 5% [15].

6.2.2 Les difficiles années 1930

À bien des égards, la situation au cours des années 1930 revêt une grande similarité avec l'avant Première Guerre mondiale. Après une embellie, toute relative, au cours des années 1920 [16], les places régionales subissent, à l'instar de la Bourse de Paris, les déboires financiers du début de la décennie 1930. La France connaît en effet plusieurs scandales financiers retentissants, notamment les chutes de Marthe Hanau en 1928, de l'empire Oustric en 1930 et l'affaire Stavisky en 1934 (Jeanneney 1981, Bonin 1996). Fragilisées par la succession de crises, conduisant parfois à des paniques bancaires (Lacoue-Labarthe 2005), et de scandales, nombre de banques régionales font faillite au cours de la décennie 1930, affectant directement les places de province et leurs clients (sur ce point, voir, en particulier, Charpenay (1939) et Lescure (2004, 2012)). Le retournement de la conjoncture boursière provoque la défaillance de nombreux clients, dont des maisons de Coulisse [17]. À Lyon, par exemple, on estime à 200 millions de francs les pertes subies par les agents de change au cours de la seule période de juin à décembre 1930 [18]. Grâce à la constitution d'un fonds de réserve à partir de 1924, la CAC de Lyon comble le passif laissé par l'un de ses agents défaillants, mais doit procéder à la liquidation de deux charges et à la suppression de l'une d'elles, faute de candidat [19]. Décidée par le ministre des Finances sur la demande de la CAC de Lyon elle-même, la suppression d'une charge d'agent de change constitue une situation tout à fait exceptionnelle, mais se généralise au cours des années 1930. À la veille de la Seconde Guerre mondiale, la Bourse de Lyon ne compte plus que 23 agents, contre 26 au lendemain de la Première Guerre mondiale.

Au cours de la décennie 1930, les bourses régionales voient leur activité [20], mais également leur champ d'action, se réduire. Elles n'effectuent plus, en pratique, que des opérations au

15. ADR, CAC Lyon, PV Chambre syndicale (CS), 3, 15, 17 et 23 avril et 31 mai 1901 et PV AG, 20 décembre 1901.

16. La décennie 1920 correspond en France à « dix années de jeu et de folie générale » selon le titre de Berthelet (1931).

17. ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1930.

18. ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1935. Le Syndic de la CAC fournit davantage de détails lors de l'Assemblée générale du 20 décembre 1934 : « Les positions à terme à Lyon qui en juin 1930 s'élevaient à 300 millions environ étaient tombés à 30 millions, six mois plus tard. La plupart des acheteurs n'avaient pu se liquider. Beaucoup n'avaient même pas eu la possibilité de le faire, car de nombreux titres comme ceux des groupes Oustric, Devilder et Banque Nationale de Crédit, par exemple, avaient vu leur cotation brusquement arrêtée par l'afflux de ventes et un grand nombre d'actions, qui valaient entre 1000 et 2000 francs, n'avaient pu être recotées qu'après plusieurs semaines à des cours voisins de 0. Les couvertures subissaient le même sort et nous avons pu voir des clients, qui, ayant des positions de 3 à 400 000 francs, très régulièrement couvertes, se trouver, du jour au lendemain, débiteurs du montant presque total de leur position de terme, et cela, sans aucune faute de leur part ni de leur intermédiaire. Les pertes, alors, furent formidables ».

19. La liquidation des deux charges se chiffre respectivement à 500 000 et 350 000 francs, tandis que la CAC avance 800 000 francs à un agent dont le fonds de roulement a été entièrement absorbé par la défaillance de certains de ses clients (ADR, CAC Lyon, PV AG, 20 mars et 18 décembre 1931).

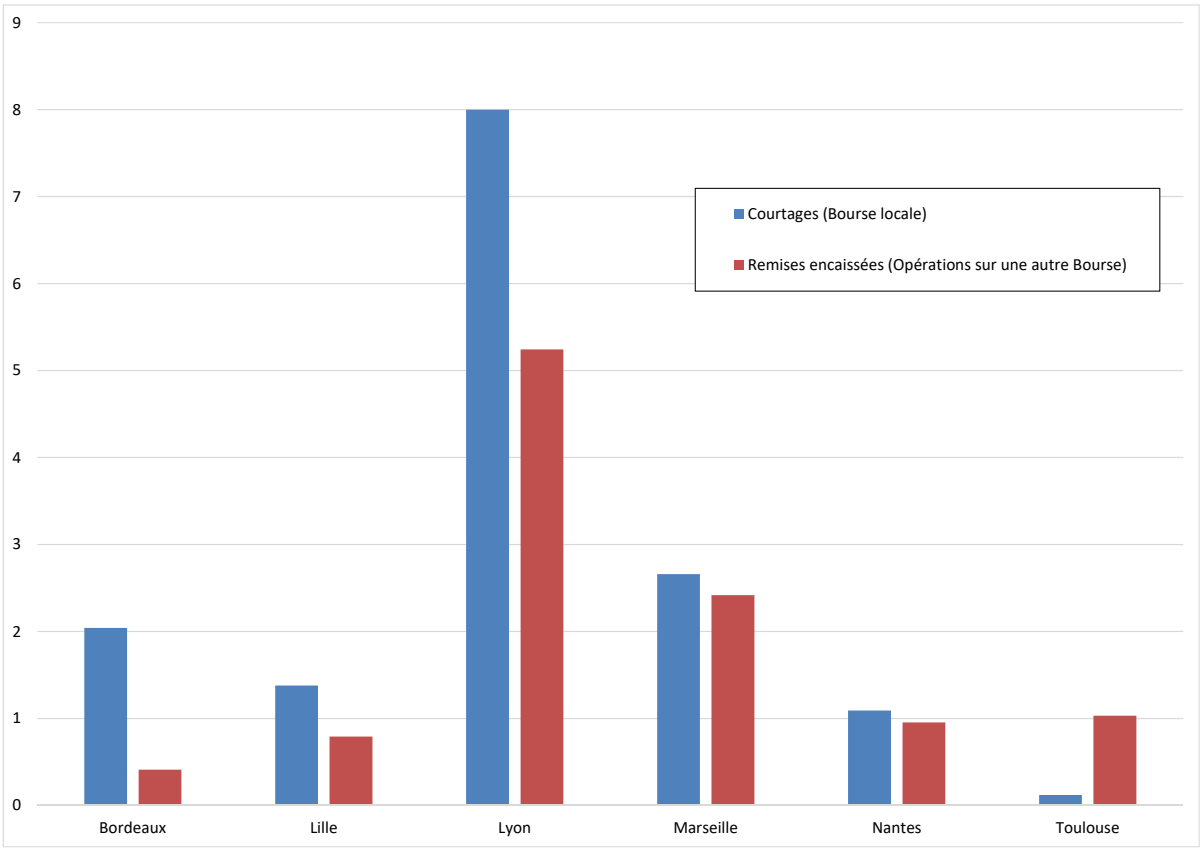
20. Elle est par exemple divisée par deux à Marseille entre 1925 et 1935 (voir le graphique 6.D.2).

comptant : le marché à terme ne rouvre pas à Marseille après la Première Guerre mondiale [21] et « les positions à terme n'existent pour ainsi dire plus » à Lyon [22]. Les marchés régionaux perdent ainsi le cœur des transactions boursières pour devenir, concrètement, les remisiers de la Bourse de Paris [23]. En 1936, le Syndic de la CAC de Lyon estime qu'un cinquième seulement de toutes les opérations des charges lyonnaises est dénoué sur place [24]. L'année suivante, le chiffre cité est de 25% [25]. Dubost (1938, p. 183) donne les chiffres de 50% pour Marseille et 25% pour Nancy [26]. Le graphique 6.1 montre l'importance des affaires effectués en dehors de la bourse considérée pour l'année 1938. Deux séries y sont représentées : les courtages que perçoivent les agents sur les opérations effectuées localement et les remises accordées par les intermédiaires parisiens – agents de change et coulissiers – lorsque les ordres reçus par les CAC de province sont transmis à Paris. Les remises accordées, qui ne représentent au mieux que 25% des courtages, sont équivalentes ou supérieures aux courtages issus des transactions locales pour les bourses de Marseille, Nantes et Toulouse. Autrement dit, en faisant l'hypothèse d'un taux de remise uniforme de 25% [27], les transactions effectuées à Marseille et à Nantes par les agents de change locaux ne représentent qu'un quart des opérations envoyées par ces mêmes agents à la Bourse de Paris. Le cas de Toulouse est encore plus singulier : seuls 3% des ordres adressés aux agents de change y sont dénoués sur place ! Les Bourses de Lyon, Lille et surtout Bordeaux se révèlent être légèrement plus autonomes, mais tout de même majoritairement tournées vers la capitale.

On retrouve alors le même pessimisme au sein des discours des agents de change de province. En outre, des facteurs similaires à l'avant Première Guerre mondiale sont avancés pour rendre compte de la situation. Ainsi, dans sa thèse publiée en 1938 consacrée à la bourse lyonnaise, Dubost écrit : « le marché de Lyon et les marchés de province nous paraissent bien compromis, et une certaine logique semble s'opposer à ce que l'on prenne trop vivement leur défense » (Dubost 1938, p. 194). Cette situation est imputable à trois facteurs selon Dubost. Tout d'abord, le progrès des télécommunications, en particulier du téléphone, facilite l'exécution des ordres à Paris. Deuxièmement, les établissements de crédit tendent à drainer davantage d'ordres et à les

21. CAEF, fonds Trésor, B-65762 Bourse sous l'Occupation, « Activité à la Bourse de Marseille (1944) ».
22. ADR, CAC Lyon, PV AG, 20 décembre 1934.
23. Une évolution similaire semble avoir lieu aux États-Unis à la même période : « after 1929, the composition of trading activity on the regional stock exchanges changed significantly. The regionals shifted from their traditional role of trading local securities and "began to serve as auxiliary markets for New York" (*Business Week* (1936)) » (Arnold et al. 1999, p. 1086).
24. Le Syndic de la CAC de Lyon déclare dans l'Assemblée générale de fin d'année 1936 : « un observateur qui se contenterait de surveiller notre marché Lyonnais aurait une impression déplorable de notre activité. Ce n'est plus à l'animation de la Bourse de Lyon que se mesure maintenant le travail de nos charges ; de plus en plus, malgré nos efforts, toutes les transactions se font à Paris et, contrairement à ce qui se passe sur la plupart des marchés de province, nous pouvons estimer que, en général, les transactions faites à Lyon ne représentent que le cinquième ou le sixième des affaires totales de nos charges » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 23 décembre 1936).
25. Commentant l'évolution de l'activité à la Bourse de Lyon en 1937, le Syndic affirme : « pour la première fois depuis 1929, nous avons pu constater l'existence d'un mouvement d'affaires normal. La nullité des transactions à Lyon a été heureusement compensé par le développement des ordres sur Paris. [...] Il est vrai que 4/5 de nos opérations se font désormais à Paris » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1937).
26. La Bourse de Nancy prend une certaine importance au cours de l'entre-deux-guerres, notamment grâce aux négociations sur les valeurs de l'Alsace et de la Lorraine, mais ne dispose pas d'un parquet, contrairement aux autres bourses régionales considérées ici (voir le rapport de M. Demoustier à propos de la réouverture officielle de la Bourse de Nancy (CAEF, PV Comité des Bourses de Valeurs (CBV), 7 octobre 1942)).
27. Il s'agit d'une hypothèse haute, les taux de remise étant généralement inférieurs à 25%.

FIGURE 6.1 – Courtages et remises perçus par les bourses régionales en 1938



Source : CAEF, fonds Trésor, B-65762 Bourse sous l'Occupation, « Statistiques des charges des agents de change des Bourses à Parquet en Province (1934–1945) ».
Note : Les montants présentés sont en millions de francs courants. Deux séries sont disponibles pour chaque bourse : les courtages reçus pour les transactions opérées sur la bourse considérée et les remises encaissées sur les opérations d'une autre bourse. Ces dernières regroupent essentiellement les remises accordées par les agents de change parisiens à leurs homologues de province. Nous ne disposons pas du pourcentage de remise accordé pour toutes les opérations, mais il était de 25% des courtages perçus par les agents de change de Paris pour les opérations à terme. Autrement dit, ce graphique suggère que les affaires effectuées à Paris via des agents de change de province sont bien plus importantes que les transactions dénouées localement. Les chiffres pour la Bourse de Nancy ne sont pas disponibles.

exécuter soit au sein de leur clientèle, soit sur le marché où la contrepartie est la plus large, en l'occurrence à Paris. Troisièmement, les courtages en vigueur dans les bourses de province sont supérieurs à ceux pratiqués par les agents de change parisiens, ce qui rend les opérations pratiquées en province plus onéreuses. Nous ajoutons un quatrième facteur pour expliquer les difficultés des bourses régionales au cours des années 1930 : la concurrence parisienne sur les titres déjà admis en bourse. Elle est l'une des sources de tensions entre les places de la capitale et les marchés de province. Tant le Parquet que la Coulisse attirent, en effet, grâce à leur plus forte liquidité, les valeurs les plus en vue en province (et en Coulisse dans le cas du Parquet). Cette admission de titres à Paris s'effectue, dans la majorité des cas, sous la forme d'une multicotation et n'implique donc pas de *delisting* pour la place où les titres étaient précédemment cotés. Certains auteurs défendent d'ailleurs l'idée selon laquelle ces marchés périphériques, et notamment la Coulisse, auraient pour rôle essentiel, voire unique, d'acclimater les nouvelles valeurs à la vie boursière avant un éventuel transfert au Parquet, ce qui favoriserait l'efficacité globale du marché financier français [28]. Toutefois, comme le souligne le Syndic de la CAC de Lyon à son homologue parisien, « la cotation d'un titre à votre Parquet entraîne la suppression presque totale des transactions sur [le] marché [lyonnais] » [29]. Il s'appuie sur les exemples des sociétés des mines de Montrambert et du Gaz de Lyon, vedettes de la Bourse de Lyon avant leur admission à Paris et s'oppose alors vivement à la cotation à Paris des titres de la société des mines de Roche-la-Molière, valeur « historique » de la Bourse de Lyon. La Chambre syndicale de Lyon menace de démissionner. La demande d'admission est finalement repoussée par la Chambre syndicale de Paris, qui souhaite conserver « de bonnes relations » avec son homologue lyonnaise [30]. Si les relations entre le Parquet et les bourses de province s'apaisent dans la deuxième moitié de la décennie 1930, il n'en est pas de même avec la Coulisse. En effet, celle-ci reproduit le même schéma en sélectionnant les valeurs régionales les plus prometteuses. En 1930, les CAC de Lille et Lyon s'entendent pour protester officiellement face à cette pratique. Devant l'obstination de la Coulisse, qui admet à sa cote des titres de la Filature de Schappe et de la Compagnie réunie de gaz et d'électricité, la CAC de Lyon décide de poursuivre le Syndicat des Banquiers pour immixtion dans les fonctions d'agent de change [31]. Pour éviter les conséquences d'un procès, le Syndicat des Banquiers en valeurs passe un accord en 1932 avec les CAC de Lille et Lyon et accepte de les consulter systématiquement avant toute cotation de valeurs inscrites sur ces marchés : la « victoire » est bien maigre pour les agents de change de province [32]. Toutefois, en 1935, suite à une nouvelle admission en Coulisse de valeurs cotées à Lyon, la CAC

28. Par exemple, Ritcher (1931, p. 31–32) écrit : « Il est bon qu'il existe un Marché spécial, composé d'intermédiaires entreprenants, jouissant d'une grande liberté, qui auraient précisément pour tâche et pour spécialité la découverte d'abord, mais aussi l'acclimatation des valeurs nouvelles, de même que de tous les autres titres appartenant à des sociétés qui n'ont pas encore atteint le stade de la notoriété. [...] Telle nous apparaît au fond la mission essentielle d'un Marché libre à l'instar de la Coulisse parisienne. Les titres de sociétés nouvelles et même de sociétés anciennes mal connues du grand public, devraient en somme passer au tamis de la Coulisse, avant de franchir le seuil du Parquet, de même que les pourvois en Cassation en matière civile n'aboutissent à la Chambre Civile de la Cour qu'après avoir victorieusement affronté l'examen de la Chambre des Requêtes ».
29. ADR, CAC Lyon, PV CS, 25 avril 1935 (la lettre est reproduite dans le procès-verbal).
30. ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1935 et 22 décembre 1937.
31. ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1930.
32. ADR, CAC Lyon, PV AG, 21 décembre 1932.

de Lyon assigne le Syndicat des Banquiers à nouveau pour immixtion dans la fonction d'agent de change[33]. Bien que nous ne connaissions pas les conséquences de cette assignation – il est possible que le Syndicat ait finalement reculé pour éviter un procès –, elle montre la tension autour des questions d'admission à la cote au cours de cette période et de la concurrence sur les ordres exercées par les places financières françaises à cette époque.

Symptomatique des difficultés des parquets régionaux, le nombre de charges d'agent de change en province ne cesse de diminuer à partir de la Première Guerre mondiale, faute notamment de candidats prêts à reprendre certaines charges. Il est, par exemple, décidé à Lyon de réduire le nombre de charges de 27 à 23 entre 1914 et 1939. C'est historiquement la première fois que la Chambre syndicale propose de son propre chef la suppression de charge d'agents de change[34]. À la veille de la Deuxième Guerre mondiale, on ne compte ainsi plus que 11 agents à Bordeaux (18 en 1900), 23 à Lyon (contre 27 en 1900), 16 à Marseille (contre 18 en 1900) et 6 à Toulouse (contre 7 en 1900). Le *numerus clausus* demeure inchangé à Lille et Nantes, où il est respectivement fixé à 6 et 10 agents de change[35]. Enfin, si la valeur nominale des offices se maintient au cours des années 1930 à un niveau supérieur à celui des années 1920, la valeur réelle des offices demeure très faible, notamment par rapport à l'avant Première Guerre mondiale (graphique 6.D.3).

Ce détour par les années 1910 et 1930 montre que le sort des bourses régionales ne diffère pas fondamentalement à la veille des deux conflits mondiaux. Il apparaît même comme légèrement plus défavorable en 1939 qu'en 1914, ce qui suggère que les situations initiales de ces marchés ne peuvent expliquer les différences observées au cours des guerres. La partie suivante détaille la méthodologie employée pour rendre compte de l'activité boursière à Lyon et à Paris.

6.3 Mesurer l'activité boursière à Paris et Lyon

6.3.1 Sources et méthode

Conséquence du secret des affaires imposé aux agents de change par l'article 19 de l'arrêté du 27 prairial an X (16 juin 1802), aucune donnée n'est disponible sur les volumes d'échanges dans le cas français. Deux possibilités s'offrent alors à nous pour estimer l'activité boursière en France. La première approche consiste à reconstituer les courtages perçus par les agents de change[36]. En effet, chaque agent de change contribue aux frais de fonctionnement de la bourse en versant à la Caisse syndicale une proportion de ses courtages[37]. Grâce aux Règlements particuliers de chaque place financière et à la comptabilité de chaque CAC, on connaît généralement les

33. ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1935.
34. Suite à la crise de 1882, trois charges d'agent de change ont bien été supprimées à Lyon, mais il s'agit alors d'une sanction infligée par le ministère des Finances (voir chapitre 5.
35. CAEF, fonds Trésor, B-65762 Bourse sous l'Occupation, « Statistiques des charges (1934–1945) ». Sources pour les données de 1900 : Arriès (1900), Charbonnier (1900), Dubois (1900*a*), Guillemet (1900), Lamoureux (1900) et Liagre (1900).
36. Cette approche a entre autres été utilisée dans le chapitre 5 et par Oosterlinck & Riva (2010), Riva & White (2011) et Hautcœur & Riva (2012).
37. Ces prélèvements sont, par exemple, nommés « timbres » à Paris, « timbres syndicaux » à Marseille et « marchés » à Lyon.

taux de prélèvement des Caisses syndicales, spécifiques à chaque place et parfois à chaque type d'opération [38], ainsi que les montants collectés. En revanche, il n'est, généralement, pas possible de connaître le détail des montants prélevés (mais seulement le montant agrégé), ce qui impose de faire des hypothèses fortes sur la structure des échanges au sein de chaque place financière. En outre, il arrive que le pourcentage prélevé par la Chambre syndicale d'une bourse varie selon que l'opération a été réalisée dans cette même bourse ou dans une autre [39]. Il faudrait donc pour pouvoir utiliser cette mesure connaître la structure géographique des opérations effectuées dans chaque bourse. Par ailleurs, cette contribution des agents de change n'est, au mieux, connue qu'à une fréquence bi-annuelle, ce qui rend malaisée une analyse fine de l'évolution de l'activité boursière. C'est pourquoi nous avons décidé de fonder notre analyse de l'activité financière sur une mesure alternative.

La seconde approche consiste à approximer l'activité boursière par les montants d'IOB. Ce dernier est un impôt proportionnel créé en 1893 dans un double but : d'une part, sanctionner le secteur financier, coupable aux yeux d'une partie de l'exécutif d'abus et de fraudes notamment lors de la chute du Comptoir d'Escompte en 1889 et du scandale de Panama [40] ; d'autre part, l'instauration d'un tel impôt devait permettre au gouvernement d'avoir une meilleure connaissance des opérations effectivement réalisées en Coulisse et sur le marché libre (Hautcœur et al. 2010). Le taux d'imposition est en outre uniforme au niveau national, il est donc aisé de comparer les montants obtenus pour Paris et pour Lyon. De plus, puisqu'il s'agit d'un impôt proportionnel, les montants versés par chaque bourse constituent de bons indicateurs de l'activité financière de chaque place. Il est d'ailleurs remarquable que cette mesure était directement utilisée par les contemporains pour évaluer l'activité boursière [41].

Grâce aux comptabilités des Compagnies des Agents de Change, il est possible de reconstituer des séries à haute fréquence de montants d'IOB. En effet, l'impôt est supporté à part égale par l'acheteur et par le vendeur du titre : c'est donc l'agent de change, intermédiaire de la transaction, qui collecte dans un premier temps l'impôt, avant de le reverser à la Caisse syndicale, chargée de

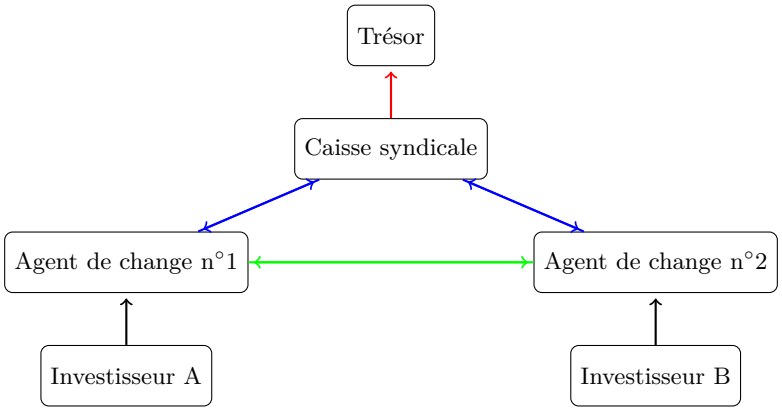
38. Un seul taux de prélèvement est en vigueur à Lyon et Paris jusqu'à la Première Guerre mondiale, sauf périodes exceptionnelles. En revanche, le recours à une telle méthode d'estimation paraît plus délicate à partir des années 1920, du fait de la multiplication des taux. Par exemple, à Lyon, au milieu des années 1930, il existe quatre types de prélèvement : les « marchés 6% et 12% » pour les opérations à terme et au comptant, les « marchés 25% » pour les opérations amenées par les banques et le « marché spécial » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 19 décembre 1935).

39. La CAC de Lyon décide par exemple de percevoir « à titre purement officieux » un demi courtage supplémentaire pour les opérations effectuées à Paris à partir de septembre 1916 (souligné dans le texte. ADR, CAC Lyon, PV Chambre syndicale (CS), 13 septembre 1916).

40. Sur la crise de 1889, voir Hautcœur et al. (2014) ; sur le scandale de Panama, voir Bouvier (1973).

41. Cela concerne, en premier lieu, les CAC qui scrutent chaque année l'évolution de l'IOB versé. Par exemple, lors de la présentation des comptes pour l'année 1919, le rapporteur déclare : « le Trésor a perçu de ce chef [au titre de l'IOB] une somme de 151.878,75 qui révèle l'activité de nos transactions surtout dans le dernier semestre » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1919). La Direction Générale de l'Enregistrement, des Domaines et du Timbre adopte également cette méthode (voir par exemple Ministère des Finances (1900)). Enfin, la presse financière n'est pas en reste. Par exemple, la rubrique boursière du *Journal des Chemins de fer* du samedi 16 mars 1916 débute par : « L'impôt sur les opérations de bourse est une mesure exacte de l'importance des transactions. Ce n'est dire grand-chose que dire : les affaires sont rares ou la Bourse montre beaucoup d'activité. Aux États-Unis, il est publié chaque jour le nombre de titres achetés ou vendus dans la séance de Wall-Street ; nous n'avons pas cette habitude et nous manquons d'un renseignement précieux. Le fisc français, s'il ne fait pas de statistique par nature de titres, n'oublie pas d'encaisser l'impôt sur les transactions » (p. 132).

FIGURE 6.2 – Fonctionnement simplifié des bourses officielles



Note : Les flèches noires désignent les flux de fonds, d'ordres et/ou de titres ; les flèches bleues les flux de fonds et/ou de titres ; la flèche verte, le flux d'ordres entre les deux agents de change (il est possible qu'un agent trouve la contrepartie directement dans sa clientèle, on parle « d'application », mais cela ne modifie en rien la collecte et le paiement de l'impôt) la flèche rouge, le flux de fonds entre la Caisse syndicale et le Trésor. L'impôt sur les opérations de bourse est collecté directement par les agents de change auprès des investisseurs. Il est ensuite versé à une Caisse syndicale jouant le rôle de chambre de compensation. Nous collectons nos données à ce niveau-là. L'impôt est ensuite payé au Trésor. Ce dernier publie également des données d'IOB à travers *Les Comptes définitifs des recettes* et le *Bulletin de Statistique et de Législation Comparée*, que nous utilisons par ailleurs (voir par exemple l'annexe 6.C).

centraliser les mouvements de titres et d'espèces de chaque place. Cette dernière verse ensuite l'impôt au Trésor. Le mécanisme de collecte de l'impôt est illustré par le schéma 6.2. Le service comptable de la Chambre syndicale enregistre quotidiennement au crédit d'un compte en T du Grand Livre le montant d'impôt collecté. Chaque enregistrement comptable est constitué d'une ligne comportant un numéro d'ordre renvoyant au Livre Journal, la date, l'origine de l'impôt versé – le nom de l'agent de change ou le plus souvent « Divers » – et le montant d'impôt (voir l'illustration 6.D.1). Nous avons ainsi reconstitué le montant d'IOB versé au jour le jour par les Bourses de Paris et de Lyon, seules places pour lesquelles nous disposons des Grands Livres comptables. Afin de lisser les mouvements saisonniers – les versements sont plus importants autour des dates de liquidation des affaires à terme – et de prendre en compte les différences dans les calendriers de liquidation de chaque place et afin de pouvoir corriger nos mesures notamment par un indice boursier, nous avons agrégé ces montants à une fréquence mensuelle. Nous utilisons une fréquence bimensuelle lorsqu'il s'agit d'évaluer l'activité relative de la Bourse de Lyon.

Établies à des fins privées par les CAC elles-mêmes, ces données se révèlent être extrêmement fiables. En particulier, nous avons vérifié que nos totaux annuels correspondaient aux sommes annoncées par les CAC lors de la reddition des comptes de fin d'année [42] et dans d'autres documents d'archives du ministère des Finances [43]. En revanche, il n'a pas été possible de retrouver

42. Voir les PV d'Assemblées générales de fin d'année. Un léger décalage peut apparaître avec ces données dans la mesure où l'exercice comptable de la Caisse syndicale de Lyon commence le 15 décembre au cours de la Première Guerre mondiale et début décembre pour la Seconde Guerre mondiale, alors que nous utilisons des années civiles.

43. La note sur « l'activité de la Bourse de Marseille (1944) » (CAEF, fonds Trésor, B-65762 Bourse sous l'Occupation) fournit le montant annuel d'IOB payé par les bourses françaises en 1943. Pour Lyon, des données annuelles figurent dans les « Statistiques des charges » (CAEF, fonds Trésor, B-65762 Bourse sous l'Occupation).

les chiffres fournis par Quennouëlle-Corre (2015, p. 169) pour l'année 1942. Nos résultats étant cohérents avec les autres données disponibles (voir note 43), nous les conservons. En outre, le versement effectif de la Caisse syndicale au Trésor Public, matérialisé par un débit du compte en T, peut avoir lieu plusieurs jours après la collecte de l'impôt [44], mais les enregistrements comptables nous permettent de dater les opérations et donc de lier précisément l'impôt perçu et l'activité boursière. Par exemple, les données mensuelles à l'échelle nationale citées par Bourbeau (1921, p. 223) et initialement publiées dans le *Bulletin de Statistique et de Législation Comparée* sont les montants d'IOB effectivement *recouvrés* par le Trésor et peuvent donc présenter un décalage temporel avec l'activité boursière. Un exemple significatif est la liquidation progressive des transactions à terme opérée en septembre 1915 : le surplus d'activité n'apparaît dans les données du Trésor, publiées par Bourbeau, qu'en octobre. Enfin, en utilisant les données issues de la comptabilité des CAC de Lyon et de Paris, nous évitons l'écueil, assez commun du reste dans la presse contemporaine, d'intégrer les montants d'IOB versés par les bourses de commerce à ceux versés par les bourses de valeurs mobilières.

6.3.2 Biais potentiels et correction des données brutes

Une fois les montants d'impôt versé par chaque bourse collectés, il est possible de corriger les montants bruts pour approximer au plus juste l'activité boursière. En effet, nous avons, formellement :

$$\text{IOB} = 2 \times \left(\sum_j \tau_j \times p_j \times q_j + \sum_j \tau_j^{'} \times p_j \times q_j^{'} \right) \tag{6.1}$$

où IOB désigne le montant total d'impôt sur les opérations de bourse versé par une place boursière, τ et $\tau^{'}$ le taux d'imposition respectivement pour les opérations au comptant et à terme et pour les opérations de reports, p le cours du titre et q et $q^{'}$ les quantités échangées respectivement au comptant et à terme et pour les opérations de reports [45], et ce pour chaque titre j. Ainsi, $p_j \times q_j$ désigne le volume d'affaires au comptant et à terme pour le titre j. Puisque l'impôt est payé à la fois par le demandeur et l'offreur, nous multiplions le tout par 2.

Pendant la plus grande partie des deux guerres, le marché à terme est fermé, donc nous pouvons simplifier notre expression, en posant :

$$\sum_j \tau_j \times p_j \times q_j^{'} = 0$$

44. L'impôt est légalement exigible le 5 et le 20 de chaque mois (Salefranque 1900).

45. Le report est une opération consistant en un achat et une revente simultanée de titres à des échéances différentes. Il est par exemple utilisé par un acheteur à terme désireux, à l'échéance, de conserver sa position. Pour cela, il peut vendre à un autre investisseur pour la même échéance les titres achetés à terme et les lui racheter immédiatement pour une échéance plus éloignée (voir pour plus de détails Allix (1900)). Quatre opérations de report sont ainsi soumises à l'IOB : la vente de l'investisseur 1 à l'investisseur 2 ; l'achat de l'investisseur 2 à l'investisseur 1 ; la revente de l'investisseur 2 à l'investisseur 1 et le rachat de l'investisseur 1 à l'investisseur 2 (« L'application de l'impôt sur les opérations de bourse », Supplément du *Temps*, 6 juin 1893).

TABLE 6.1 – Taux d'imposition sur les opérations de bourse (par fraction de mille francs), 1893–1920

	Comptant / Terme		Reports	
Loi	Rente française	Autres titres	Rente française	Autres titres
1893	0.05	0.05	0.025	0.025
1895	0.0125	0.05	0.00625	0.025
1907	0.0125	0.1	0.00625	0.025
1914	0.0125	0.15	0.00625	0.0375
1920	0.0125	0.3	0.00625	0.1

Sources : *Journal Officiel* (JO) du samedi 29 avril 1893 (loi du 28 avril 1893), *JO* du dimanche 29 décembre 1895 (loi du 28 décembre 1895), *JO* du 31 décembre 1907 (loi du 31 décembre 1907), *JO* du samedi 18 juillet 1914 (loi du 15 juillet 1914), *JO* du samedi 26 juin 1920 (loi du 25 juin 1920).

Ainsi, nous avons :

$$\text{IOB} = \sum_j \tau_j \times p_j \times q_j = \sum_j \tau_j \times \text{Volume comptant/terme}_j \tag{6.2}$$

En toute rigueur, il convient donc de prendre en compte l'évolution de τ et p pour déduire l'évolution des volumes et des quantités échangées, q, à partir des montants d'IOB. Le taux d'imposition est spécifique à chaque opération et à chaque type de titres. Il existe quatre taux d'imposition différents pendant la Première Guerre mondiale et cinq durant la Seconde Guerre mondiale. Les taux d'imposition ont varié dans les proportions données dans les tableaux 6.1 et 6.2.

TABLE 6.2 – Taux d'imposition sur les opérations de bourse (par fraction de mille francs), 1938–1946

	Comptant/Terme			Reports	
Loi	Rente fr.	Titres à rev. var.	Autres titres	Rente fr.	Autres titres
1938	0.0135		1.1	0.00625	0.55
1941	0.0135	5 (a)	1.1	0.00625	0.55
1945	0.0135		1.1	0.00625	0.55
1946	0.0135		2	0.00625	0.55
1946	0.0135		3	0.00625	0.55

Sources : Ministère des Finances (1939), *Journal Officiel* (JO) du jeudi 5 mai 1938 (loi du 2 mai 1938), *JO* du dimanche 7 décembre 1941 (arrêté du 6 décembre 1941 faisant suite à la loi du 15 novembre 1941), *JO* du vendredi 17 août 1945 (ordonnance du 15 août 1945), *JO* du mardi 1er janvier 1946 (loi du 31 décembre 1945) et *JO* du vendredi 15 février 1946 (loi du 14 février 1946).
Notes : (a) : l'arrêté du 7 décembre 1941 instaure un taux particulier de l'impôt pour l'achat de titres à revenu variable (uniquement) : actions, parts et droits de souscription. Ce tarif spécial est supprimé par la réforme fiscale d'août 1945.

L'entrée en guerre s'accompagne de nouvelles mesures fiscales. L'IOB ne fait pas exception et son taux est régulièrement augmenté au cours des deux conflits. La loi portant fixation du

budget général des dépenses et recettes de l'exercice 1914 fait ainsi brusquement [46] passer le taux de 0.1 pour mille à 0.15 pour mille pour les opérations au comptant et à terme pour les valeurs autres que les obligations publiques françaises. Cela signifie qu'à activité financière égale, le montant d'impôt versé devrait être plus élevé après juillet 1914. Ainsi, notre approximation de l'activité boursière est nécessairement biaisée. L'annexe 6.A détaille comment il est possible à l'aide d'hypothèses contraignantes de reconstituer le montant total des transactions aux Bourses de Lyon et de Paris au cours de la Première Guerre mondiale et ainsi de dépasser ce biais. La très forte augmentation du taux d'imposition pour les achats de titres à revenu variable – les actions, parts de fondateur et bénéficiaires –, à compter du 8 décembre 1941, a également certainement une influence non négligeable sur nos résultats. En effet, une partie de l'augmentation de l'IOB versé par les bourses reflète ce changement de taux et non une augmentation réelle de l'activité. Enfin, au cours des guerres, de nombreux titres publics sont émis pour contribuer au financement des conflits. Il est donc légitime de postuler que de plus en plus d'échanges concernent les obligations émises par l'État français. On court ici le risque de sous-estimer légèrement l'activité en bourse à mesure que les investisseurs se tournent vers les titres de la dette publique française. Ces deux biais potentiels – changement de taux d'imposition et modification éventuelle de la composition des échanges – nous semblent inévitables à partir des données dont nous disposons. Cela nous incite donc à la prudence quant aux conclusions que l'on peut tirer de l'évolution de l'activité d'une place particulière, et nous pousse à calculer la part de marché de la Bourse de Lyon par rapport à celle de Paris. Raisonner ainsi en termes relatifs annule le premier biais, le taux d'imposition étant défini pour tout le territoire français [47]. Concernant le second, nous n'avons trouvé aucun indice, que ce soit dans les archives des Bourses de Paris et de Lyon, dans la littérature secondaire ou dans la presse financière, permettant de conclure que la composition des valeurs échangées sur chacune de ces places au cours des deux guerres soit résolument différente ou que l'une des deux villes serait davantage spécialisée dans les échanges sur la rente française, qui bénéficie d'un taux d'imposition préférentiel. Cette difficulté, si elle existe, devrait être moins marquée durant les guerres, dans la mesure où le spectre de titres disponibles pour les investisseurs est moins large, du fait de la mise en place de restrictions.

Si l'on souhaite connaître approximativement les quantités échangées, q, et non plus seulement les volumes, il est nécessaire de prendre en compte l'effet du cours des titres. En effet, puisqu'il s'agit d'un prélèvement proportionnel sur le montant d'une opération, plus le cours des titres est élevé, plus le montant d'IOB le sera également, à quantité échangée égale. Pour prendre en compte cet effet, nous corrigeons dans ce qui suit nos mesures d'IOB par l'évolution d'un indice boursier : le CAC40 historique (Le Bris & Hautcœur 2010). Ainsi, les données brutes renvoient aux volumes échangées alors que les montants « déflatés » par l'indice de marché

46. Commentant la nouvelle loi de finances, *Le Temps* écrit : « La Bourse a été surprise désagréablement – elle ne peut guère s'attendre dorénavant à autre chose – à la lecture du *Journal officiel* d'hier matin, reproduisant la loi qui porte fixation du budget de 1914. [...] La discussion du budget avait été si hâtive et par conséquent si peu sérieuse que cette innovation inopportune avait échappé au public des intermédiaires. Elle est inopportune puisqu'elle est édictée au moment où l'impôt sur les opérations de bourse est en pleine décroissance » (20 juillet 1914).

47. L'instauration d'un impôt municipal sur les opérations de bourse est proposée, en 1900, par les rapporteurs du budget de la Ville de Paris, avant d'être finalement rejetée (Weill 1902).

donnent une idée plus précise des quantités échangées.

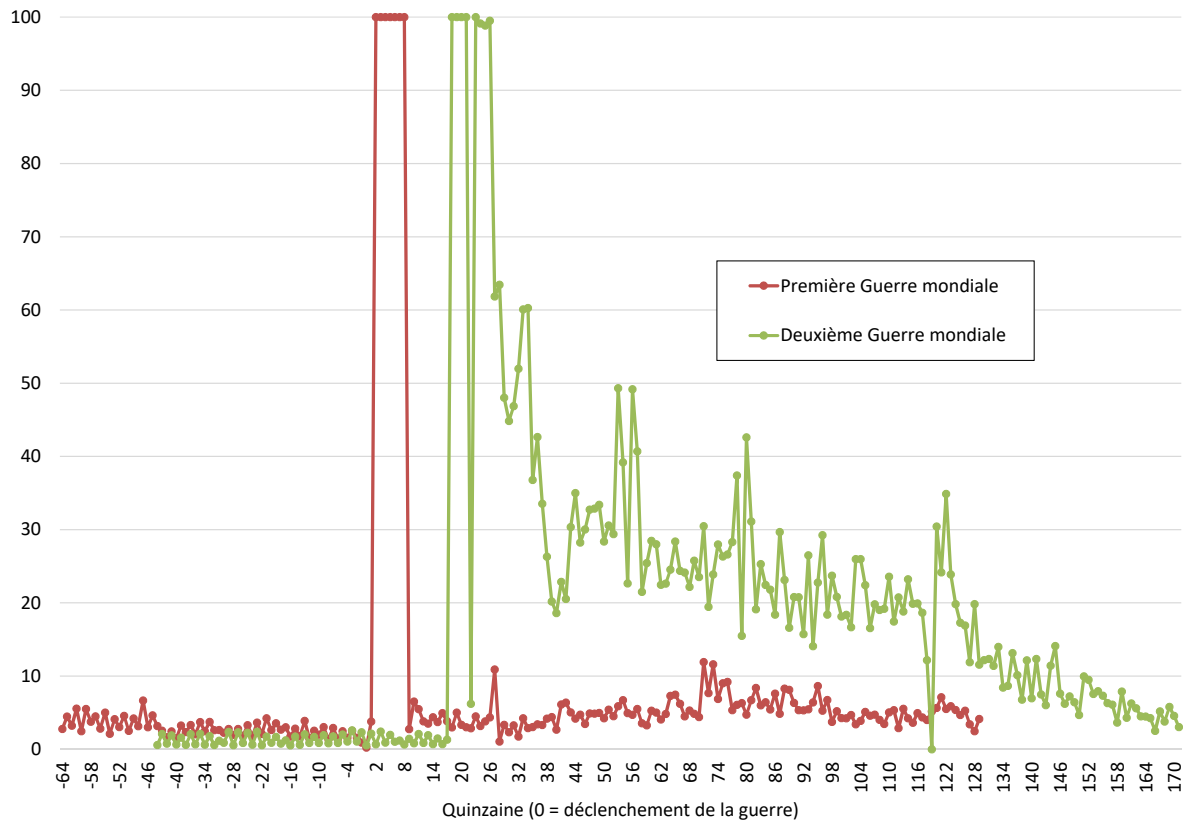
6.3.3 Une vision synthétique

Nous avons construit la part de marché de la Bourse de Lyon relativement à la Bourse de Paris de la manière suivante :

$$\text{Part de marché Lyon} = \frac{\text{IOB Bourse de Lyon}}{\text{IOB Bourse de Lyon} + \text{IOB Bourse de Paris}} \times 100 \qquad (6.3)$$

Le graphique 6.3 présente nos résultats. De façon à pouvoir comparer la situation durant les deux guerres, nous avons normalisé l'axe des abscisses de telle sorte que le mois 0 corresponde au déclenchement de la guerre – la première quinzaine d'août 1914 pour la Première et la première quinzaine de septembre 1939 pour la Deuxième. Nous pouvons ainsi suivre l'évolution de la part de marché de Lyon au même moment entre les deux guerres. Le contraste entre les deux conflits est saisissant : si la Bourse de Lyon conserve pendant de long mois une activité significative entre 1940 et 1944, elle n'est pas parvenu à assurer un rôle majeur au-delà de la fermeture de la Bourse de Paris fin 1914. La part de marché lyonnaise retrouve à des niveaux très bas et toujours inférieurs à 10% dès la réouverture du marché parisien en décembre 1914. Certes à la fin du conflit, elle s'approche de la barre des 10%, mais, globalement la Bourse de Lyon apparaît comme une pâle alternative au marché parisien. En revanche, au cours de la Seconde Guerre mondiale, pendant près de deux années, l'activité à la Bourse de Lyon représente au moins un tiers de celle de Paris. Il est ainsi significatif que même après la réouverture complète de la Bourse de Paris en septembre 1941, la part de marché lyonnaise reste comprise entre approximativement 18 et 35% pendant deux années et demie. C'est de ce contraste entre les deux conflits mondiaux dont nous allons rendre compte dans la suite de cet article.

FIGURE 6.3 – Part de marché de la Bourse de Lyon dans l'IOB versé au Trésor (en %)



Sources : Voir texte.
Notes : La part de marché de la Bourse de Lyon, exprimée en pourcentage, est calculée d'après la formule suivante :

$$\text{Part de marché Lyon} = \frac{\text{IOB Bourse de Lyon}}{\text{IOB Bourse de Lyon} + \text{IOB Bourse de Paris}} \times 100$$

L'axe des abscisses est normalisé de telle sorte que la « quinzaine 0 » désigne le déclenchement de la guerre.

6.3.4 Détection des ruptures structurelles

Dans cet article, nous nous intéressons notamment à l'évolution de l'activité relative de la Bourse de Lyon et nous cherchons en particulier à rendre compte de ses changements brutaux. Pour cela, nous complétons notre étude par une analyse de rupture structurelle [48]. Cette méthode a l'avantage de « laisser parler pour elles-mêmes » et de ne supposer *a priori* aucune connaissance historique. Les ruptures sont en effet déterminées à partir de la seule information contenue dans les séries statistiques.

À la suite de Bai & Perron (1998, 2003), on considère un modèle de changement structurel pur avec m ruptures ($m+1$ régimes) :

$$y_t = \delta_j + u_t \qquad t = T_{j-1}+1, \ldots, T_j \qquad j = 1, \ldots, m+1$$

où y_t désigne la part de marché de la Bourse de Lyon au cours de la quinzaine t, δ la constante à estimer et u le terme d'erreur.

Nous utilisons la méthode séquentielle pour estimer le nombre de points de rupture, en autorisant la corrélation dans les résidus et des variations de la variance des résidus sur les différents segments. Étant donnée la taille de notre échantillon – 168 observations pour la Première Guerre mondiale et 212 pour la Deuxième –, nous autorisons jusqu'à 8 ruptures, ce qui signifie que chaque segment doit comporter respectivement au moins 16 et 21 observations [49]. Les ruptures structurelles sont déterminées au seuil de 5%.

Un point crucial dans la recherche de ruptures structurelles réside dans la précision de l'estimation fournie à travers les intervalles de confiance. À partir d'une série de simulations, Chang & Perron (2018) montrent que dans le cas de modèles de changement structurel pur, les méthodes d'estimation des intervalles de confiance des dates des ruptures fondées sur le rapport de vraisemblance inversé (*inverted likehood ratio*), élaborées par Qu & Perron (2007) et généralisées par Eo & Morley (2015), fournissent des résultats plus précis que la méthode d'estimation traditionnelle, basée sur la distribution asymptotique des dates de rupture. Nous fournissons dans la suite de l'article l'estimation des intervalles de confiance selon les deux méthodes.

48. Cette méthode économétrique a notamment été abondamment utilisée pour étudier la réaction des investisseurs au cours de conflits : voir, entre autres, Willard et al. (1996), Weidenmier (2002), Mitchener et al. (2015) pour la Guerre de Sécession ; Sicotte et al. (2010) pour la Guerre du Pacifique ; Adams (2015), Jopp (2016) pour la Première Guerre mondiale ; Brown Jr & Burdekin (2002), Frey & Kucher (2000, 2001), Frey & Waldenström (2004), Waldenström & Frey (2008) pour la Seconde Guerre mondiale ; Zussman et al. (2008) pour le conflit israélo-palestinien.

49. Dans leurs applications empiriques, Bai & Perron (2003) utilisent des segments contenant au minimum 15 et 8 observations.

6.4 Un marché financier gelé durant la Première Guerre mondiale

6.4.1 L'évolution des montants d'IOB versés au cours de la Première Guerre mondiale

Nous étudions dans cette partie le cas de la Première Guerre mondiale. Compte tenu de nos paramètres d'estimation [50], l'analyse empirique n'a pu distinguer aucune rupture structurelle pour cette période (voir table 6.B.1). Cela constitue un premier résultat : le choc exogène provoqué par le déclenchement de la guerre n'a pas modifié structurellement la hiérarchie boursière en France, contrairement à ce que nous verrons pour la Seconde Guerre mondiale. Hors période de fermeture de la Bourse de Paris, l'activité à Lyon ne représente jamais plus de 10% de celle de Paris. Il s'agit dès lors de rendre compte de ce résultat. Pour cela, il est utile d'observer les montants d'IOB versés par les Bourses de Lyon et de Paris, présentés respectivement dans les graphiques 6.4 et 6.5 [51]. Ils nous permettent en effet de distinguer trois phases principales dans l'évolution de l'activité boursière au cours de la Première Guerre mondiale :

1. la première partie de l'année 1914, tout d'abord, où, dès avant le début du conflit, l'activité boursière diminue, tant à Paris qu'à à Lyon ;
2. la période de septembre à décembre 1914 pendant laquelle la Bourse de Paris est officiellement fermée et la Bourse de Lyon ne fonctionne qu'au ralenti en raison notamment du gel du marché financier provoqué par l'adoption de moratoires monétaires et financiers ;
3. enfin, l'après septembre 1915, date à laquelle les opérations de liquidation de juillet 1914 débutent, libérant ainsi en partie les deux marchés boursiers, dans des proportions similaires.

6.4.2 Le temps des « somnambules » à la bourse [52]

L'activité en bourse diminue dès le début de l'année 1914. À Lyon, l'activité au cours des six premiers mois de 1914 accuse une baisse de 25% par rapport aux résultats de l'année 1913, pourtant considérée comme une « année de disette » [53]. À Paris, la baisse est de 10% au cours de la même période [54] et de plus de 35% si l'on compare au début de l'année 1912 [55].

Naturellement, c'est au cours de l'été 1914 que les tensions sont les plus fortes. Emmanuel Vidal, un ancien coulissier (entre 1898 et 1909), décrit la période entre le 24 juillet et le 7

50. En particulier, chaque segment doit contenir au minimum 16 observations, c'est pourquoi la période de fermeture de la Bourse de Paris entre septembre et décembre 1914, n'est pas considérée comme une rupture structurelle dans notre estimation.

51. Voir également les graphiques 6.A.1 et 6.A.2 pour une estimation en niveau du montant total des transactions sur ces deux marchés.

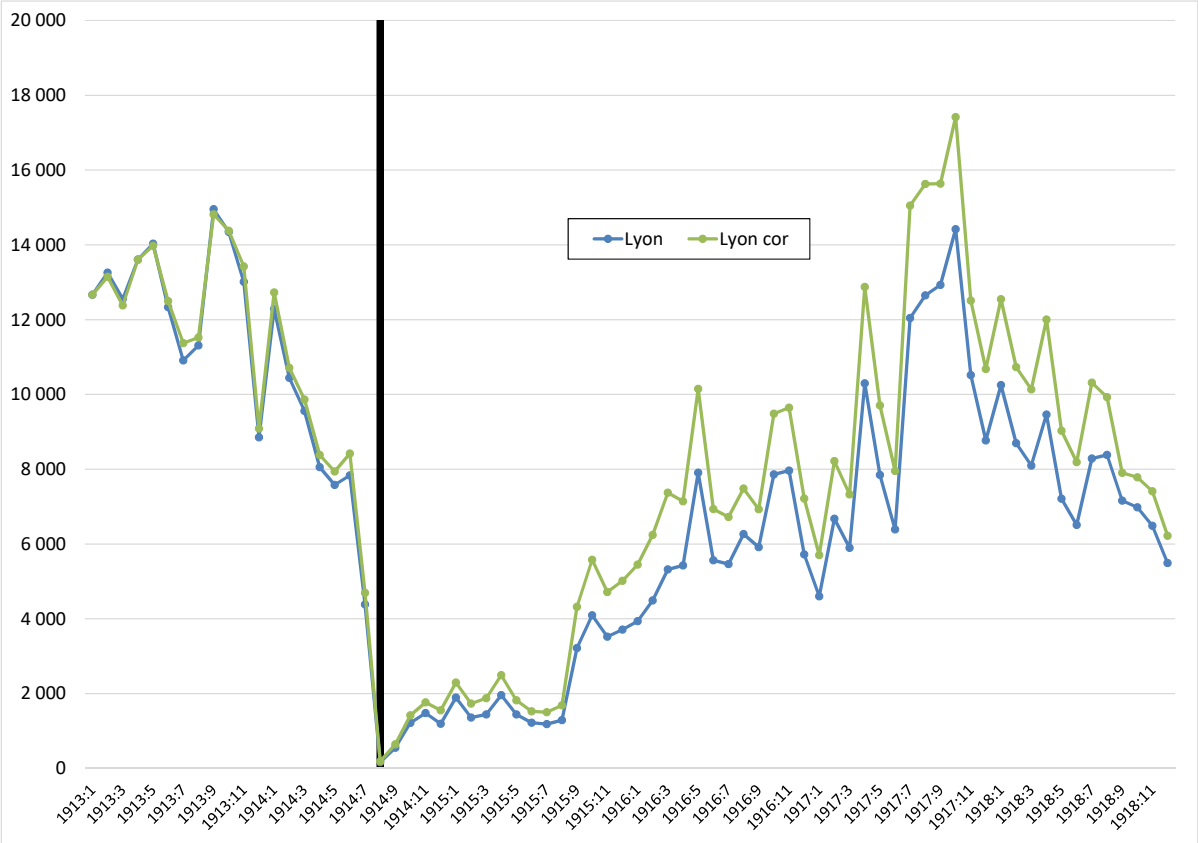
52. Pour reprendre la métaphore de Clark (2012).

53. ADR, CAC Lyon, PV AG, 23 décembre 1913.

54. Le pic de janvier 1914 s'explique par la chute de la Société Auxiliaire de Crédit et la liquidation rapide de ses actifs.

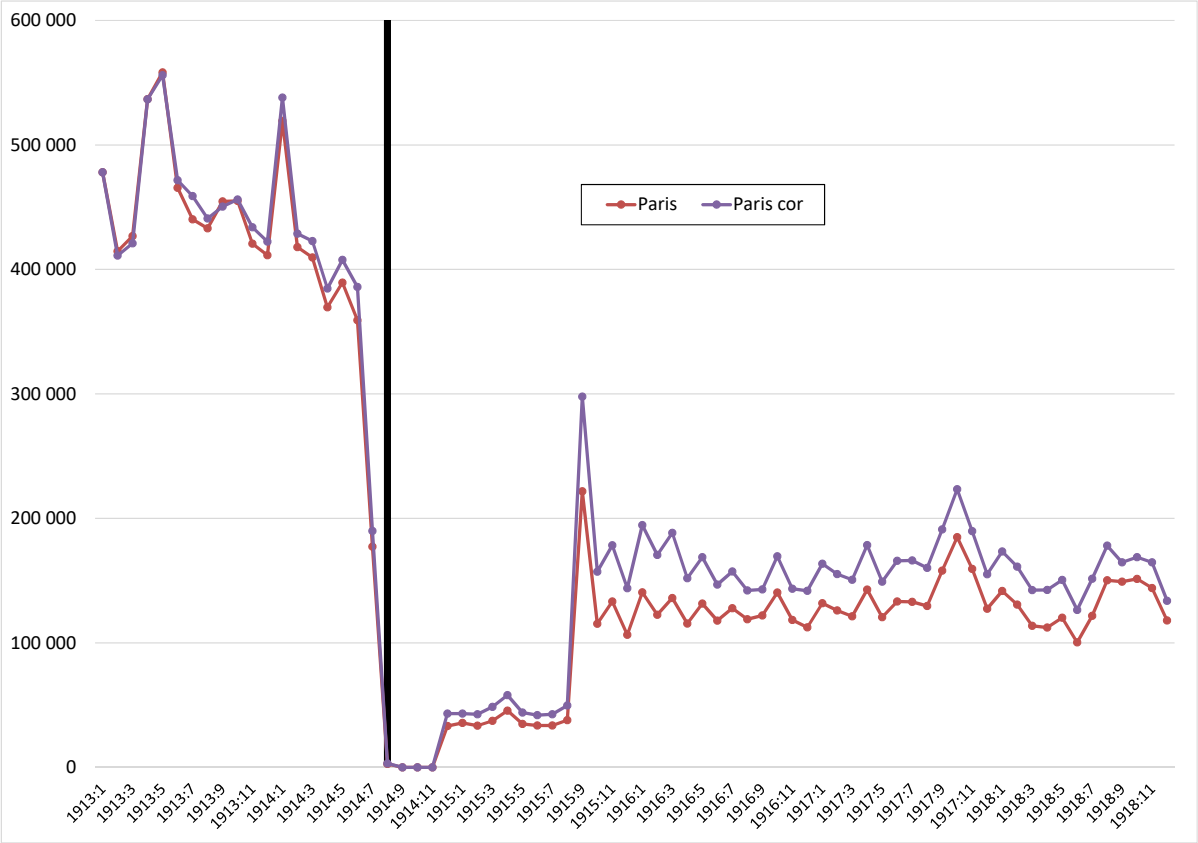
55. Le Syndic de la CAC de Paris déplore également une « pénurie des affaires » au cours de l'année 1913 (CAEF, CAC Paris, PV AG, 18 décembre 1913).

FIGURE 6.4 – Impôt sur les opérations de bourse – Bourse de Lyon, Première Guerre mondiale



Sources : Voir texte.
Notes : La série « Lyon » fournit les montants mensuels bruts d'IOB, en francs courants, versés par la Bourse de Lyon, alors que la série « Lyon cor » déflate ces montants par un indice boursier, le CAC40 historique (base 100 en janvier 1913, graphique 6.D.5). La barre verticale représente le mois d'août 1914, date d'entrée en vigueur du changement de taux d'IOB.

FIGURE 6.5 – Impôt sur les opérations de bourse – Bourse de Paris, Première Guerre mondiale



Sources : Voir texte.
Notes : la série « Paris » fournit les montants mensuels bruts d'IOB, en francs courants, versés par la Bourse de Paris, alors que la série « Paris cor » déflate ces montants par un indice boursier, le CAC40 historique (base 100 en janvier 1913, graphique 6.D.5). La barre verticale représente le mois d'août 1914, date d'entrée en vigueur du changement de taux d'IOB.

décembre 1914 comme les « jours noirs de la Bourse de Paris » (Vidal 1919) et fournit une précieuse chronologie des évènements notamment au cours de l'été 1914. Le 24 juillet, suite à l'ultimatum fixé par l'Autriche à la Serbie, les cours de la rente 3% chutent à la Bourse de Paris. La rente 3% est alors considérée « comme le guide du marché des autres valeurs » que ce soit par les investisseurs ou les observateurs (Vidal 1919, p. 7). Elle entraîne dans son sillage la chute des cours d'autres titres : l'ensemble du marché est orienté à la baisse. À la suite d'une véritable « séance de panique »[56], le samedi 25 juillet 1914, la Coulisse décide de ne plus traiter à terme. Elle cesse toute opération après la séance du lundi 27 juillet : le marché libre n'existe temporairement plus à Paris. La Coulisse est donc le premier marché français à fermer[57]. Deux caractéristiques de ce marché en sont à l'origine. D'une part, l'immense majorité des coulissiers est étrangère ou naturalisée français (Verley 2010, sd). L'Allemagne est la première nation représentée parmi les coulissiers, ce qui explique la fuite de nombre d'entre eux au cours de l'été 1914. D'autre part, hormis la rente française, les principales valeurs échangées en Coulisse sont étrangères.

Le 28 juillet, l'Autriche déclare officiellement la guerre à la Serbie. Les opérations effectuées au Parquet sont plus que perturbées : le premier cours de la rente française n'est connu qu'une heure et demie après l'ouverture[58]. Le 29 juillet, la CAC de Paris décide de cesser toute opération sur les changes, faute de négociations suffisantes, mais demeure ouverte pour les opérations sur titres contrairement à bon nombre de places internationales : Montréal (fermeture le 28 juillet) ; Bâle (le 29 juillet)[59] ; Berlin, Londres, New-York, Zurich[60] (le 31 juillet) ; les bourses italiennes (le 1er août), etc.

Au cours du mois d'août 1914, suite au gel sur les opérations à terme décidé au niveau national fin juillet, le marché officiel de Paris ne reste ouvert que pour les opérations au comptant. Toutefois, l'avancée rapide de l'armée allemande oblige les autorités françaises à fermer la Bourse, le 31 août, et à se retirer à Bordeaux le 2 septembre. Les premières positions allemandes se trouvent alors à une centaine de kilomètres seulement de la capitale. La Banque de France décide également le 3 septembre de s'exiler à Bordeaux, notamment afin de protéger son stock d'or et les titres déposées dans ses coffres. On assiste alors à la fermeture totale du marché financier dominant en France. Alors que les deux marchés parisiens sont fermés, certaines bourses de province, notamment celles localisées dans le sud de la France, demeurent ouvertes pour les opérations au comptant uniquement. C'est le cas de Lyon, Bordeaux, et Marseille[61]. Bien qu'une partie de leur personnel soit mobilisée[62], ces places restent ouvertes, du moins pour les opérations

56. Selon l'expression employée dans le *Journal des Chemins de Fer* du samedi 1er août.
57. La Coulisse rouvre dans le courant du mois d'août, temporairement seulement.
58. Il est toutefois nécessaire de signaler que, malgré ces difficultés, le Parquet demeure ouvert contrairement à ce qu'affirme par exemple Respondek (1917, p. 87–88)
59. Les négociations reprirent le 7 janvier 1915 pour les obligations des chemins de fer suisses, des cantons et des villes et le 1er décembre 1915 pour les actions (Renz 1933, p. 78–79).
60. La Bourse de Zurich ferme le 31 juillet 1914 et ne rouvre que le 15 mai 1916 (Schmid & Meier 1977).
61. Marseille ne ferme que quelques jours entre le 31 juillet et le 6 août 1914.
62. Par exemple, à Lyon, sur 27 agents de change en activité en 1914, 9 sont mobilisés. La direction de la charge est alors en général assurée par un fondé de pouvoir ou un associé du titulaire de la charge d'agent de change. La loi du 5 août 1914 permet également à « tous les officiers publics et ministériels (et donc aux agents de change) de présenter un successeur peuvent, lorsqu'ils sont appelés sous les drapeaux en cas de mobilisation générale,

au comptant, car elles se situent loin des champs de bataille. L'incertitude demeure quant au sort des Bourses de Nantes et Toulouse, mais de toute évidence, ces deux marchés avaient une activité extrêmement réduite avant le déclenchement du conflit [63]. La Bourse de Lille, enfin, est fermée depuis le 5 août.

6.4.3 L'activité à Lyon et Bordeaux pendant la fermeture de la Bourse de Paris

L'activité à Lyon demeure très faible durant toute la deuxième moitié de l'année 1914, alors même que la Bourse de Paris et la Coulisse restent fermées entre septembre et décembre, laissant de fait le rôle de place dominante à la Bourse de Lyon [64]. En moyenne, l'IOB versé par la Bourse de Lyon entre septembre et décembre 1914 est de 1.110 francs, contre 12.790 francs, au cours de la même période en 1913. Puisque le taux de l'IOB augmente en juillet 1914, nous avons qui plus est ici une estimation « haute » de l'activité. Entre septembre et décembre 1914, on estime le montant mensuel moyen des transactions à la Bourse de Lyon entre 4 et 4,5 millions de francs, contre entre 70 et 77 millions pour la période de septembre à décembre 1913 [65]. Autrement dit, la Bourse de Lyon et les marchés de province plus largement [66] n'ont constitué qu'un pauvre substitut à la Bourse de Paris.

Les opérations reprennent, au comptant, au Parquet et en Coulisse, le 7 décembre 1914. Tout d'abord, la bataille de la Marne a marqué la fin de l'avancée de l'armée allemande en direction de la capitale et éloigne de ce fait les menaces de destruction physique. D'autre part, cette réouverture apparaît comme cruciale aux yeux du ministre des Finances. Il juge en effet nécessaire de pouvoir émettre un emprunt afin de financer l'effort de guerre et de pouvoir garantir une certaine liquidité autour de cet emprunt. Par ailleurs, comme le souligne Bourbeau (1921, p. 96), des officines privées émergent déjà et organisent des négociations de titres sans aucune transparence [67]. Enfin, l'évolution des cours dans les marchés de province restés ouverts entre septembre et décembre montre que la chute des cours redoutée par le gouvernement n'a pas lieu.

Ce rôle mineur des bourses régionales au cours de la fermeture de la Bourse de Paris est confirmé par l'étude des titres cotés et de la liquidité. Le tableau 6.3 donne un résumé du type

se faire remplacer pour toute la durée de la mobilisation et de la guerre. Les suppléants sont choisis parmi les fonctionnaires et officiers publics ministériels en exercice ou ayant cessé leurs fonctions, les anciens magistrats de l'ordre judiciaire, les avocats inscrits à un tableau ou encore parmi les clercs de notaire, d'avoué et d'huissier » (*Journal des Chemins de fer*, samedi 15 août 1914, p. 764–765).

63. Bourbeau (1921, p. 96) suggère que la Bourse de Toulouse demeure ouverte au cours des hostilités, contrairement à la Bourse de Nantes sans apporter davantage de précision.

64. Le graphique 6.C.2 rappelle le rôle de leader de la Bourse de Lyon au sein des places régionales en France. En outre, avec 27 agents de change en activité, contre 17 à Bordeaux et 18 à Marseille, elle semble mieux dotée que les autres places régionales pour accueillir un éventuel supplément d'ordres.

65. Voir l'annexe 6.A pour le détail des calculs.

66. Voir l'annexe 6.C pour une discussion détaillée de cette question incluant les autres marchés de province.

67. Hormis ce passage, nous n'avons pas trouvé de mention du développement d'un marché noir à Paris au cours de cette période que ce soit dans la presse financière ou dans les témoignages postérieurs. En particulier, nous avons systématiquement dépouillé les numéros des *On Dit*, hebdomadaire parisien compilant à partir de 1917 toute sorte de rumeurs, sans trouver mention de l'existence d'un marché noir des titres, alors que par exemple, on trouve des références à des ventes d'œuvres d'art effectuées en toute illégalité en dehors de l'Hôtel Drouot (voir par exemple « Les coulisses de l'hôtel des Ventes », 10 août 1917).

de valeurs échangées à Lyon et Bordeaux au cours de la fermeture de la Bourse de Paris. Au total, respectivement 132 et 191 titres font l'objet d'au moins une transaction à Bordeaux et à Lyon entre le 7 septembre et le 5 décembre 1914[68]. À titre de comparaison, près de 915 titres ont été échangés à la Bourse de Paris lors de la seule séance du 30 juin 1914. On atteint le chiffre de 348 si l'on considère la séance du 31 mars 1915.

TABLE 6.3 – Nombre de valeurs ayant fait l'objet d'une transaction, Bourses de Bordeaux, Lyon et Paris, 1914–1915

	Obligation publique		Obligation privée		Action		Total
	Française	Étrangère	Française	Étrangère	Française	Étrangère	
			Avant-guerre				
Paris (i)	41	227	197	102	281	67	915
	4.5%	24.8%	21.5%	11.1%	30.7%	7.3%	
Lyon (i)	42	42	79	31	120	10	324
	13.0%	13.0%	24.4%	9.6%	37.0%	3.1%	
			Pendant la fermeture de la Bourse de Paris				
Bordeaux	19	49	24	6	26	8	132
	14.4%	37.1%	18.2%	4.5%	19.7%	6.1%	
Lyon (ii)	31	30	45	21	53	11	191
	16.2%	15.7%	23.6%	11.0%	27.7%	5.8%	
			Après la réouverture de la Bourse de Paris				
Paris (ii)	26	88	80	42	74	38	348
	7.5%	25.3%	23.0%	12.1%	21.3%	10.9%	
Lyon (iii)	33	49	82	21	76	19	280
	11.8%	17.5%	29.3%	7.5%	27.1%	6.8%	

Sources : *Cours authentique et officiel de la Bourse de Paris*, *Cote officielle de la Compagnie des Agents de change près la Bourse de Lyon* et *Cours authentique et officiel de la Bourse de Bordeaux*.
Notes : Nombre de valeurs échangées au moins une fois au cours de la période considérée. Paris (i) : journée du 30 juin 1914 ; Paris (ii) : journée du 31 mars 1915 ; Bordeaux : période du 7 septembre au 5 décembre 1914 ; Lyon (i) : période du 24 avril au 22 juin 1914, Lyon (ii) : période du 7 septembre au 5 décembre 1914, Lyon (iii) : période du 4 janvier au 6 avril 1915.

Non seulement, le nombre de valeurs ayant fait l'objet de transactions à Lyon et Bordeaux pendant la fermeture de la Bourse de Paris est relativement faible, mais il en va de même pour la liquidité offerte sur ces titres. Il existe de très nombreuses manières d'estimer la liquidité d'un marché financier, la plupart nécessitant des données à très haute fréquence non disponibles pour cette période (voir Goyenko et al. (2009) et Holden (2009) pour un comparatif de ces mesures). Nous avons retenu deux approches[69] : la proportion de rendements nuls (Lesmond et al. 1999, Lesmond 2005) et les *spreads* tels que calculés par Roll (1984). Les graphiques 6.6 et

68. Nous ne considérons dans ces calculs que les premières parties des cotes officielles et écartons les deuxièmes parties où des échanges continuent à avoir lieu. Nous incluons dans cette analyse des données concernant la Bourse de Bordeaux, dans la mesure où la nouvelle proximité avec le gouvernement et plusieurs institutions financières, comme la Banque de France, aurait pu lui être positive. Delanney (1928, p. 85) affirme d'ailleurs : « Les Bourses de Bordeaux, Lyon et Marseille restaient ouvertes : la première, notamment, prit une grande importance », ce que notre analyse dément ici.

69. Une mesure alternative consiste à compter le nombre de cours pour un titre pendant une journée de bourse. L'article 79 du décret du 7 octobre 1890 prescrit en effet aux agents de change de faire figurer sur la cote officielle l'ensemble des cours au comptant tels qu'ils se sont présentés. Toutefois, en raison des circonstances exceptionnelles de guerre et devant le risque de manipulation des cours moyens par les commis, la Chambre syndicale de la CAC de Paris décide en 1916 de ne coter qu'un seul cours quotidien par valeur (CAEF, CAC Paris, PV CS, 24 mars 1916).

6.7 représentent respectivement le pourcentage de rendements quotidiens nuls pour chaque titre considéré et le pourcentage de journées sans transactions. Plus ces pourcentages sont élevés, moins la liquidité offerte est forte. L'échantillon de titres retenus correspond aux valeurs les plus liquides des Bourses de Bordeaux et Lyon pendant la fermeture de la Bourse de Paris. Malgré ce choix, il apparaît que la liquidité offerte par les marchés régionaux pendant la fermeture de la Bourse de Paris est relativement faible, que ce soit par rapport à la liquidité à Paris avant la guerre (série Paris I) ou au cours du début d'année 1915 (série Paris II). De même, la liquidité offerte par le marché lyonnais est, en moyenne, plus élevée entre janvier et avril 1915, qu'entre septembre et décembre 1914. Les *spreads* implicites à la Roll (1984) calculés pour un échantillon de titres confirment la faible liquidité offerte par les marchés régionaux au cours de la fermeture de la Bourse de Paris. Pour certaines obligations publiques, de la Ville de Paris et du Crédit Foncier de France en particulier, les *spreads* sont plus faibles à Lyon ou à Bordeaux entre septembre et décembre 1914 qu'à Paris avant le déclenchement de la guerre (voir la table 6.E.1 pour l'ensemble des résultats). Ces résultats suggèrent une concentration de l'activité sur ce type de valeurs à Lyon et Bordeaux pendant la fermeture de la Bourse de Paris. L'analyse de l'activité et de la liquidité des bourses régionales au cours de la fermeture de la Bourse de Paris suggèrent donc l'existence d'une complémentarité entre les différents marchés financiers français au cours de la Première Guerre mondiale.

6.4.4 La liquidation des opérations à terme de fin juillet 1914 et l'adoption des moratoires monétaires et financiers

Pourquoi les bourses régionales, et en particulier la Bourse de Lyon, n'ont-elles pas profité, en termes d'activité, de la fermeture de la Bourse de Paris ? La réponse à cette question est liée à l'adoption de moratoires monétaires et financiers au cours de l'été 1914, au premier rang desquels figure la prorogation de la liquidation du 31 juillet 1914 au niveau national [70]. Bien que nécessaire pour éloigner toute crise financière d'une ampleur considérable, cette dernière a en effet contribué à geler le marché financier dans son ensemble.

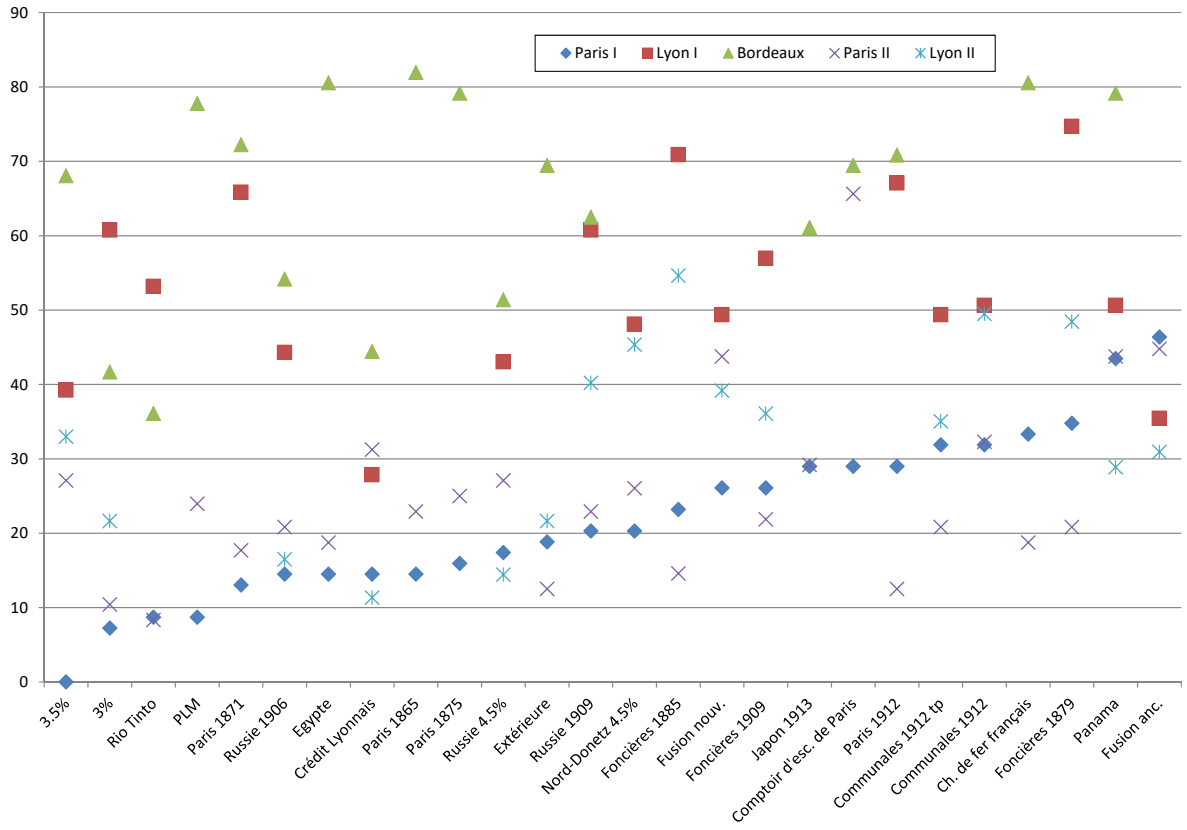
La première mesure d'envergure prise par les autorités concerne la prorogation de la liquidation des opérations de terme à échéance fin juillet 1914. Dès le début du mois, elle inquiète les milieux financiers parisiens. On estime en effet les capitaux nécessaires pour effectuer la liquidation des affaires de fin juillet à 600 millions de francs pour le Parquet [71] et à 160 millions pour la Coulisse [72]. Paradoxalement les montants en jeu ne sont très importants eu égard à l'histoire du

70. Cette importance était d'ailleurs reconnue par les contemporains. On peut ainsi lire dans *Le Temps* du lundi 28 septembre 1914 : « La réouverture de la Bourse [de Paris] aurait un autre effet heureux. Elle inviterait à reparler de la liquidation des engagements d'où – on ne saurons trop le répéter, – dépendent en grande partie tous les autres ».

71. Environ 100 millions concernent la rente 3,5% amortissable émise en juillet 1914.

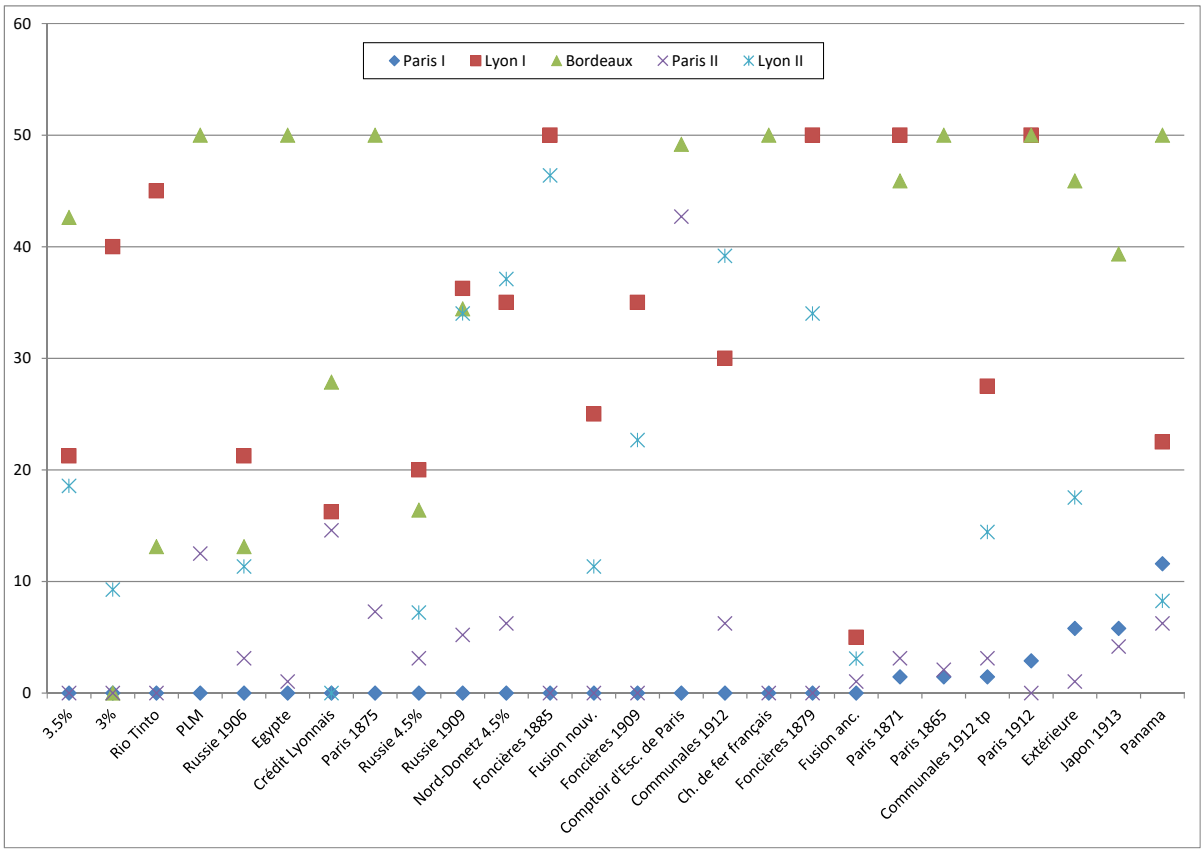
72. On estimait à environ 110 millions de francs les sommes placés en report : 55 millions environ pour le Parquet et 55 millions environ pour la Coulisse (chiffres cités par M. Ribot, *Journal Officiel*, 26 septembre 1915). Les montant sont plus modestes en province. À Marseille, les positions en liquidation à fin juillet 1914 représentent approximativement 3,5 millions de francs, dont un quart en rente française et un autre quart en Banque d'Algérie (Gontard 1985, p. 159). On ne dispose d'aucune estimation précise pour la place lyonnaise. On sait toutefois que la CAC de Lyon contracte une dette de plus de 8 millions de francs en septembre 1915 lors de la reprise de la liquidation des opérations à terme (ADR, CAC Lyon, PV AG, 15 septembre 1915). Ce chiffre de 8 millions peut

FIGURE 6.6 – Proportion de rendements quotidiens nuls (en %), Bourses de Bordeaux, Lyon et Paris, 1914–1915



Sources : Calculs de l'auteur à partir du *Cours authentique et officiel de la Bourse de Paris*, de la *Cote officielle de la Compagnie des Agents de change près la Bourse de Lyon* et du *Cours authentique et officiel de la Bourse de Bordeaux*.
Notes : Paris I : période du 1er mai au 25 juillet 1914 ; Lyon I et Bordeaux I : période du 1er septembre au 5 décembre 1914 ; Paris II et Lyon II : période du 4 janvier au 30 avril 1915. L'axe des abscisses présente les titres sélectionnés parmi les plus liquides en province au cours de la fermeture de la Bourse de Paris. Plus la proportion de rendements quotidiens nuls est élevée, mois la liquidité sur le titre considéré est forte.

FIGURE 6.7 – Proportion de journées de bourse sans transaction (en %), Bourses de Bordeaux, Lyon et Paris, 1914–1915



Sources : Calculs de l'auteur à partir du *Cours authentique et officiel de la Bourse de Paris*, de la *Cote officielle de la Compagnie des Agents de change près la Bourse de Lyon* et du *Cours authentique et officiel de la Bourse de Bordeaux*.
Notes : Paris I : période du 1er mai au 25 juillet 1914 ; Lyon I et Bordeaux I : période du 1er septembre au 5 décembre 1914 ; Paris II et Lyon II : période du 4 janvier au 30 avril 1915. L'axe des abscisses présente les titres sélectionnés parmi les plus liquides en province au cours de la fermeture de la Bourse de Paris. Plus la proportion de journées de bourse sans transaction est élevée, mois la liquidité sur le titre considéré est forte.

marché parisien. Par exemple, les sommes engagées dans la liquidation lors de l'incident d'Agadir en juillet 1911 s'élevaient à 1,6 milliards de francs. Toutefois, le défaut d'opérateurs exerçant dans les bourses officielles ou en Coulisse pourrait entraîner une réaction en chaîne et menacer le système financier dans son ensemble. Vidal (1919) suggère que le report de la liquidation est une demande des agents de change parisiens. Cette somme de 600 millions dépasse en effet largement le montant du fond commun de la CAC de Paris. En application de l'article 55 du décret du 29 juin 1898, celle-ci ne peut se refuser à exécuter un marché pour le compte d'un agent défaillant dans la limite de la valeur totale des offices de la Compagnie, du fonds commun, et du montant des cautionnements, qui représentaient environ 140 millions de francs en 1914. Or, une autre interprétation apparaît à la lecture des comptes-rendus des réunions des agents de change parisiens. Afin de « venir en aide à divers agents de change embarrassés », la CAC de Paris envisage, certes, dès le 31 juillet de contracter un emprunt de 20 millions de francs [73], mais l'inquiétude ne se porte réellement que sur une seule charge. La CAC avance 600.000 francs à cet agent de change contre un dépôt de titres, ce qui est suffisant pour éviter sa chute. Selon le Syndic parisien, une des raisons motivant la prorogation de la liquidation est, au contraire, « la situation de la Coulisse qui paraît dans l'impossibilité de tenir ses engagements » [74]. A. Ribot, ministre des Finances à partir du 26 août 1914, ne semble pas disposer à abandonner la Coulisse et privilégie un règlement de la liquidation impliquant l'ensemble des intermédiaires financiers à l'échelle nationale, et non simplement les agents de change. Les bonnes dispositions d'A. Ribot s'expliquent notamment par le fait que les coulissiers ont massivement investi dans l'emprunt de 805 millions de francs en rente 3,5% amortissable [75], émis le 7 juillet 1914 et dont le déclenchement de la guerre a rendu le placement impossible auprès du public, notamment du fait de la non-libération des titres [76]. Une solution de compromis visant à alléger les positions des établissements bancaires et des maisons de coulisse, est fournie par le décret du 11 septembre 1914. Tout d'abord, les deux versements à venir, initialement fixées au 16 septembre et 16 novembre, sont divisés en quatre échéances [77] et il est convenu que, si les versements sont effectués aux dates prévues par les arrêtés ministériels, les porteurs de certificats pourront souscrire au prix de 91 francs, c'est-à-dire au prix d'émission, aux emprunts de rentes ou en obligations à court terme à émettre avant le 1er janvier 1917.

Après des discussions avec le ministre des Finances, la CAC de Paris modifie son règlement particulier de manière à renvoyer la liquidation du 31 juillet à fin août en raison des « circonstances exceptionnelles » [78]. Les banquiers en valeurs, ainsi que les agents de change de province,

donc être considéré comme une estimation basse des positions en liquidation de fin juillet 1914.

73. CAEF, CAC Paris, PV CS, 31 juillet 1914.

74. CAEF, CAC Paris, PV CS, 24 août 1914.

75. Bourbeau (1921, p. 125) décrit cette opération comme le « type de l'emprunt bluff ». Il poursuit : « Ce malheureux emprunt émis à 91 francs tomba rapidement à 80 francs et il était impossible de faire rentrer la plupart des versements venant à échéance. Cela dura toute une série de mois, jusqu'à ce qu'on lui eût accordé la faculté d'échange. La Coulisse s'en était gorgée à l'émission et elle ne pouvait ni en effectuer les versements, ni s'en débarrasser ».

76. Exposé des motifs du projet de douzièmes provisoires du premier semestre 1915 par M. Ribot, ministre des Finances.

77. À savoir : du 16 au 30 septembre, du 16 au 30 octobre, du 16 au 30 novembre et du 16 au 31 décembre.

78. Ajout de l'article 63 au Règlement particulier de la CAC de Paris : « Les liquidations prévues par le présent

prennent une décision similaire[79]. Le 24 août, la Chambre syndicale de Paris décide de renvoyer au 30 septembre la liquidation des opérations de juillet, une nouvelle fois suivie par les coulissiers et les agents de change de province[80]. Finalement, le décret du 27 septembre 1914 suspend provisoirement à l'échelle nationale « toutes demandes en paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats à terme antérieurs au 4 août 1914, de rentes, fonds d'État et autres valeurs mobilières, ainsi qu'aux opérations de report s'y attachant ». En outre, il est décidé que les sommes ainsi gelées seront augmentées d'un intérêt moratoire de 5% par an payé par les acheteurs.

Outre la prorogation des opérations de fin juillet 1914 s'ajoute une limitation des retraits aux Caisses d'Épargne fixée à 50 francs par quinzaine et par déposant (décret du 30 juillet 1914). Le but poursuivi ici est d'éviter une chute des cours de la rente française. Le 31 juillet 1914 est adopté le moratoire sur les effets de commerce, notamment pour ne pas pénaliser les personnes mobilisées. Enfin, afin d'éviter une ruée sur les guichets des établissements de crédit, le décret du 1er août impose un moratorium sur les dépôts et les comptes-courants (Evesque 1915, Lachapelle 1915). Il s'agit également d'éloigner le risque de faillite pesant sur plusieurs établissements de crédit, tels que la Société Générale victime d'une crise de liquidité (Bonin 2013). Cette politique est, dans une certaine mesure, un succès : aucune banque majeure ne disparaît suite au déclenchement de la Première Guerre mondiale. L'action de la Banque de France est, toutefois, critiquée : selon Blancheton (2016), elle ne joue en effet pas son rôle de « banque centrale moderne », en faisant le choix du moratoire, plutôt que de mettre en place une large stratégie de réescompte. Par ailleurs, la fermeture du marché des changes, dès le 29 juillet 1914, empêche les investisseurs notamment de pouvoir toucher les coupons libellés en devise étrangère[81]. Ainsi les marchés monétaire et financier sont complètement gelés en France durant, au moins, toute la seconde moitié de l'année 1914.

Le moratoire des dépôts et comptes-courants n'est, certes, maintenu de fait dans les grands établissements de crédit que jusqu'au 1er janvier 1915 et la CAC de Paris trouve un accord avec la Banque de France fin novembre 1914 pour avancer à ses clients une partie des fonds placés en report[82]. La CAC de Paris obtient une ouverture de crédit de 200 millions de francs pour lui permettre d'offrir aux reporteurs des avances pouvant aller jusqu'à 40% du montant des fonds employés en report. La Banque de France demande, comme garantie, la constitution d'un nantissement des valeurs en reports ou vendues et la remise d'effets à trois signatures, dont celle du Syndic de la CAC de Paris, reposant sur une responsabilité solidaire de tous les agents de change parisiens. Pourtant, le montant des effets prorogés détenus par la Banque de France reste

article pourront être prorogées en cas de circonstances exceptionnelles, soit pour une partie seulement des valeurs, soit pour leur totalité. Les prorogations feront l'objet de décisions spéciales de la Compagnie des Agents de Change, qui devront être homologuées par le ministre des Finances ». Les CAC de province modifient leur Règlement de manière similaire (CAEF, CAC Paris, PV CS, 29 juillet 1914).

79. ADR, CAC Lyon, PV AG, 29 juillet 1914.

80. CAEF, CAC Paris, PV CS, 24 août 1914 ; ADR, CAC Lyon, PV AG, 21 août et 19 septembre 1914.

81. Bourbeau (1921, p. 75) évoque une « centaine de millions de dividendes, dont un quart ou un tiers devait revenir à des capitalistes français » versés par les compagnies de mines d'or du Transvaal et par quelques compagnies nord-américaines comme par exemple l'Atchison Topeka, la Canadian Pacific ou l'Union Pacific.

82. L'accord entre en application le 7 décembre 1914.

considérable tout au long du conflit (graphique 6.D.7). De même, bien qu'un accord intervient pour procéder à la liquidation des opérations à terme le 30 septembre 1915, le mouvement des titres n'est que facultatif : il est en effet nécessaire que les deux parties en présence soient en mesure de procéder à cette opération. D'autre part, cette liquidation ne signifie en aucun cas une réouverture du marché à terme – ce qui aurait pu stimuler les échanges en bourse –, mais simplement le règlement des opérations engagées avant août 1914.

6.4.5 La libération progressive du marché financier à partir de septembre 1915

Le règlement de la liquidation des opérations de juillet 1914 ne cesse, dans les mois suivants, de préoccuper les dirigeants et les financiers français. Elle apparaît en effet comme nécessaire avant toute émission d'emprunt de guerre. Ribot (1924, p. 52) s'exprime d'ailleurs ainsi dans ses mémoires : « Je voulais me donner le temps de rendre au marché son élasticité en facilitant la liquidation des opérations à terme depuis le mois d'août 1914. C'était la préface nécessaire de toute opération de grande envergure ». Plusieurs projets de résolution sont alors avancés (Tchernoff 1916*a*). Le député de Monzie propose de faire supporter par l'État le poids des pertes liées à la liquidation de juillet 1914. Cette idée est rapidement abandonnée. M. Perquel, quant à lui, avance un projet de liquidation progressive des opérations. Tout d'abord s'effectuerait la liquidation des opérations faîtes au Parquet, puis celles sur la rente 3%, et enfin celles effectuées en Coulisse. Ce projet est repoussé car il revêt des difficultés techniques et surtout car le gouvernement souhaite parvenir à une liquidation simultanée sur tous les marchés français. Le décret du 14 septembre 1915 prévoit finalement la liquidation des opérations sur l'ensemble des bourses françaises pour le 30 septembre 1915, à des cours de compensation fixés selon les cours du jour à la Bourse de Paris[83]. En septembre 1915, la position de la place parisienne est moins lourde qu'en juillet 1914. Les titres à lever, au Parquet, représentent en effet 300 millions de francs, soit deux fois moins qu'en juillet 1914. D'une part, une grande partie de la rente 3,5% amortissable a été échangée depuis. D'autre part, la Caisse des Dépôts et Consignations a levé le flottant de la rente 3%, soit 1,5 million de francs de rentes (ce qui représente entre 32 et 35 millions de francs de capital)[84]. Enfin, certains acheteurs, las d'accumuler des intérêts moratoires prévus par le décret du 27 septembre 1914, ont procédé à la levée des titres. La liquidation s'est déroulée de la manière suivante. Tout d'abord, puisque le moratoire n'est pas levé, toute demande en paiement est suspendue pour les débiteurs mobilisés ou résidant dans les zones envahies. Les autres clients débiteurs doivent régler fin septembre 1915 l'ensemble des intérêts moratoires, ainsi que le dixième des différences dues. Puis ils ont à verser chaque mois

83. Comme en 1848 et en 1882, la fixation des cours de compensation donne lieu à de nombreux débats et controverses. Les agents de change lyonnais ont milité pour l'adoption des cours du 20 juillet 1914 comme base des cours de compensation. Choisir le mois de septembre 1915 pour la fixation des cours de compensation revient à favoriser les vendeurs à découvert et les reporteurs (voir en particulier la note « Clôture de la liquidation de fin juillet sans prorogation » de H. Dumenge, Syndic de la Compagnie et la lettre d'E. Mayet, agent de change, ADR, CAC Lyon, 161 J 210 Correspondances et pièces diverses). Doutant de la légalité du décret du 27 septembre 1914, le député de Monzie plaide également pour cette solution (*Journal Officiel*, Débats parlementaires, séance du 23 septembre 1915.

84. Discours de M. Ribot, 23 septembre 1915, *Journal Officiel*, 24, p. 1471.

un dixième de ces différences de sorte que leur dette soit éteinte en juin 1916. Ces sommes sont augmentées d'un intérêt annuel de 6%. Les CAC ont décidé de ne pas se prévaloir du moratoire en ce qui concerne les capitaux employés en reports et le règlement des différences et d'effectuer tous les paiements. Afin de faciliter les opérations de liquidation, la Chambre syndicale de la Bourse de Paris augmente son fonds de roulement, en émettant des bons à 6% pour un montant de 75 millions de francs. Son homologue lyonnaise utilise le même instrument à hauteur de 8 millions de francs et instaure temporairement la solidarité entre ses agents [85]. La CAC de Paris joue un rôle clé dans cette liquidation. Il a été en effet officieusement convenu qu'elle avance 35 millions de francs au marché libre, dont 4,3 millions à la seule Coulisse de la rente [86]. Il faut, enfin, noter que la liquidation de septembre 1915 ne signifie pas la réouverture du marché à terme : il est toujours impossible d'engager de nouvelles opérations à terme en France. Ce n'est qu'en 1920 que l'on assiste à une réouverture partielle – les rentes françaises en sont par exemple dans un premier temps exclues – du marché à terme.

Bien que très progressive [87], la liquidation des opérations débutée en septembre 1915 débouche sur une hausse notable de l'activité boursière : elle triple à Paris et à Lyon, mais demeure, toutefois, à un niveau bien plus faible qu'avant le déclenchement du conflit, et surtout, la part de marché de Lyon retourne à son niveau d'avant septembre 1914. De ce point de vue, la guerre n'a pu eu de conséquence sur la hiérarchie des marchés boursiers français : Paris profite toujours de courtages plus faibles [88], des ordres des établissements bancaires et donc d'une plus grande liquidité (voir chapitre 5 pour une analyse détaillée des avantages concurrentiels de la Bourse de Paris)).

L'activité à Lyon augmente ensuite régulièrement jusqu'à la fin de l'année 1917, notamment sous l'effet de l'émission des quatre emprunts de guerre français. En mai 1916, devant l'augmentation des affaires et la mobilisation d'une partie des agents de change, la Chambre syndicale de Lyon décide d'autoriser les commis principaux et les fondés de pouvoirs à monter au parquet [89]. En octobre 1917, le montant d'IOB versé par la Bourse de Lyon est d'environ 14.500 francs, soit un niveau comparable, avec un taux d'imposition plus élevé certes, à ce qu'il était fin 1913. Cela représente entre 52 et 58 millions de francs de transactions totales selon les hypothèses retenues, soit un niveau inférieur de 25% à 1913. La perspective d'un nouvel emprunt en novembre 1917 pourrait expliquer des réalisations plus importantes au mois d'octobre. Comme l'écrit le *Le Journal des Chemins de Fer* dans sa chronique boursière du samedi 29 septembre 1917 : « on peut supposer, qu'en prévision de l'emprunt, certains spéculateurs réalisent partie des bénéfices

85. ADR, CAC Lyon, PV AG, 15 et 25 septembre 1915. Voir également *Le Temps* du 6 octobre 1915.

86. La Coulisse de la rente cesse son activité après la liquidation de ces opérations (Digne 1928, p. 118).

87. Ehrensperger (1918, p. 75) estime que les positions accumulées en reports au Parquet et en Coulisse représentent encore près de 300 millions de francs fin juin 1917.

88. Devant l'augmentation des frais généraux et la diminution des revenus des Caisses syndicales et afin « de réduire à l'avenir les affaires de spéculation » (CAEF, CAC Paris, PV CS, 13 juillet 1915), les CAC de Paris et Lyon obtiennent du ministre des Finances une augmentation de leur tarif de courtage, dans des proportions similaires, en 1916. La Chambre syndicale de Lyon décide, en outre, en septembre 1916, « à titre purement officieux, que les opérations effectuées à Paris, soit au Parquet, soit en Banque, donneront lieu à la perception d'un demi courtage supplémentaire » (ADR, CAC Lyon, PV CS, 13 septembre 1916 (passage souligné dans le texte)), ce qui de toute évidence, ne joue pas en faveur du marché lyonnais.

89. ADR, CAC Lyon, PV CS, 9 mai 1916.

notables que la hausse continue de ces derniers mois leur procure » [90]. Témoin de cette embellie somme toute très relative, le Syndic de la CAC de Lyon annonce durant l'Assemblée générale du 20 décembre 1917 que 60% de la dette contractée par la Compagnie lors du règlement de la liquidation de septembre 1915 ont déjà été remboursés [91]. L'activité chute ensuite progressivement durant l'année 1918. En revanche, jusqu'à la fin de la guerre, les montants d'IOB versés par la CAC de Paris stagnent et fluctuent dans une fourchette allant de 100.000 à 200.000 francs, bien loin, encore une fois, d'avant juillet 1914, sans doute du fait de la limitation des émissions de titres et des entraves à l'arbitrage international. La Chambre syndicale de Paris décide en effet en février 1915 de ne traiter les ordres de vente que si ceux-ci sont émis par des investisseurs français [92]. De plus, la loi du 31 mai 1916 interdit « l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France de titres de rente, emprunts et autres effets publics des Gouvernements étrangers, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de Villes, Corporations ou Sociétés françaises ou étrangères » [93] (Tchernoff 1916*b*). En outre, la place de Paris dans l'arbitrage international est mise à mal par deux dispositions. Tout d'abord, une circulaire de la Chambre syndicale de Paris en date du 15 février 1917 signale que les investisseurs français ne peuvent vendre leurs titres que s'ils les possédaient avec le 1er août 1914 ou s'ils les ont achetés en France depuis cette date. Pour les investisseurs étrangers, la seule possibilité de vendre des titres sur le marché parisien est de les avoir achetés en France après le 1er août 1914. De plus, la loi du 3 avril 1918 interdit toute exportation de capitaux [94] (de la Fontaine de Follin 1925). Deux extrêmes sont à signaler dans l'évolution des montants d'IOB versés par la CAC de Paris : un maximum en octobre 1917, comme à Lyon, et un minimum en juin 1918. Ce dernier est certainement lié à l'avancée de l'armée allemande, qui se retrouve alors à une centaine de kilomètres de la capitale. En effet, dès janvier 1918, le monde boursier se préoccupe des survols d'avions allemands au dessus du Palais Brongniart [95]. Si ces nouvelles incursions n'ont dans un premier temps que peu de répercussions sur l'activité financière, la situation change à partir du mois de mars : d'une part, l'émigration de la population s'intensifie [96] ; d'autre part, les bombardements et autres explosions font peser de plus grandes menaces sur la tenue de la Bourse de Paris : certaines séances de bourse sont écourtées, tandis que le Palais Brongniart est parfois déserté, comme le 23 mars 1918, le rapport annonce : « par suite de l'alerte, il n'y a presque personne sur le marché [...] les quelques boursiers qui n'ont pas déserté semblent plus préoccupés du communiqué britannique que de tout autre chose » [97]. Les contemporains anticipent alors un

90. Brégand (1919, p. 35) note à cet égard : « c'est pendant l'année 1917 que les cours des valeurs les plus spéculatives atteignent leur niveau le plus élevé. On s'est remis à spéculer largement au comptant, les intermédiaires laissant aux professionnels les plus grandes facilités ».

91. ADR, CAC Lyon, PV AG, 25 septembre 1915.

92. CAEF, CAC Paris, PV CS, 26 mars 1915. La loi du 22 août 1919 marque le retour à une situation normale : « à partir du 25 août, les ventes de titres sur le marché de Paris sont autorisées par tous les donneurs d'ordre, habitant ou non la France, à l'exception des personnes de nationalité allemande ».

93. L'émission de valeurs françaises est généralement autorisée par le gouvernement, en contrepartie de la souscription de titres de rentes. La loi du 31 décembre 1921 marque le retour à la liberté totale des émissions pour les sociétés françaises.

94. Cette disposition est abrogée par la loi du 31 décembre 1920.

95. APPP, BA1587 Physionomie de Paris, rapports du 31 janvier 1918 et 1er février 1918.

96. APPP, BA1587 Physionomie de Paris, rapport du 12 mars 1918.

97. APPP, BA1587 Physionomie de Paris, rapport du 23 mars 1918.

accroissement de l'activité dans les bourses régionales, au détriment de la Bourse de Paris [98]. Les bombardements et les risques d'incendie incitent, d'ailleurs, les établissements bancaires à expédier leurs titres dans des coffres-forts en province [99]. L'estimation de l'activité de la Bourse de Lyon présentée ici montre qu'il n'en est rien. Tout danger semble écarter fin juillet 1918 : la CAC de Paris envisage alors de rapatrier à Paris les titres de leurs clients [100].

6.4.6 La survie des places de province au cours de la Première Guerre mondiale

Une question légitime à ce stade de l'analyse est celui de la survie des bourses régionales au cours de la Première Guerre mondiale. Comment ont-elles pu faire face à la chute de leur activité, alors que nous avons montré qu'elles souffraient avant le déclenchement du conflit ?

La comptabilité, partielle, de la Bourse de Lyon dont nous disposons nous permet d'éclairer cette question [101]. Le graphique 6.8 synthétise le compte de profits et pertes de la Caisse syndicale de la Bourse de Lyon pour la période 1910-1920. Seul l'exercice 1914 est déficitaire. De faibles bénéfices sont dégagés au cours des autres années de guerre sous l'effet de plusieurs facteurs. Tout d'abord, la baisse des commissions reçues par les agents de change et donc des « marchés », pourcentage prélevé par la Caisse syndicale pour assurer le fonctionnement de la bourse, est, en partie, compensée par les revenus générés par les sommes placées par la Compagnie sous forme de reports. Ces derniers représentent avant la guerre près de la moitié de l'actif de la Compagnie et génèrent des revenus alors que la liquidation est suspendue. Les produits de la Caisse syndicale ne sont ainsi, en valeur nominale, divisés que par deux entre 1913 et 1915, alors que les marchés le sont par plus de huit ! Dans le même temps, les charges sont réduites pendant la guerre, notamment sous l'effet d'une diminution du nombre d'employés de la Chambre syndicale. Le poste « Appointements », recouvrant les salaires des employés de la Chambre syndicale, est ainsi divisé par deux entre 1913 et 1915.

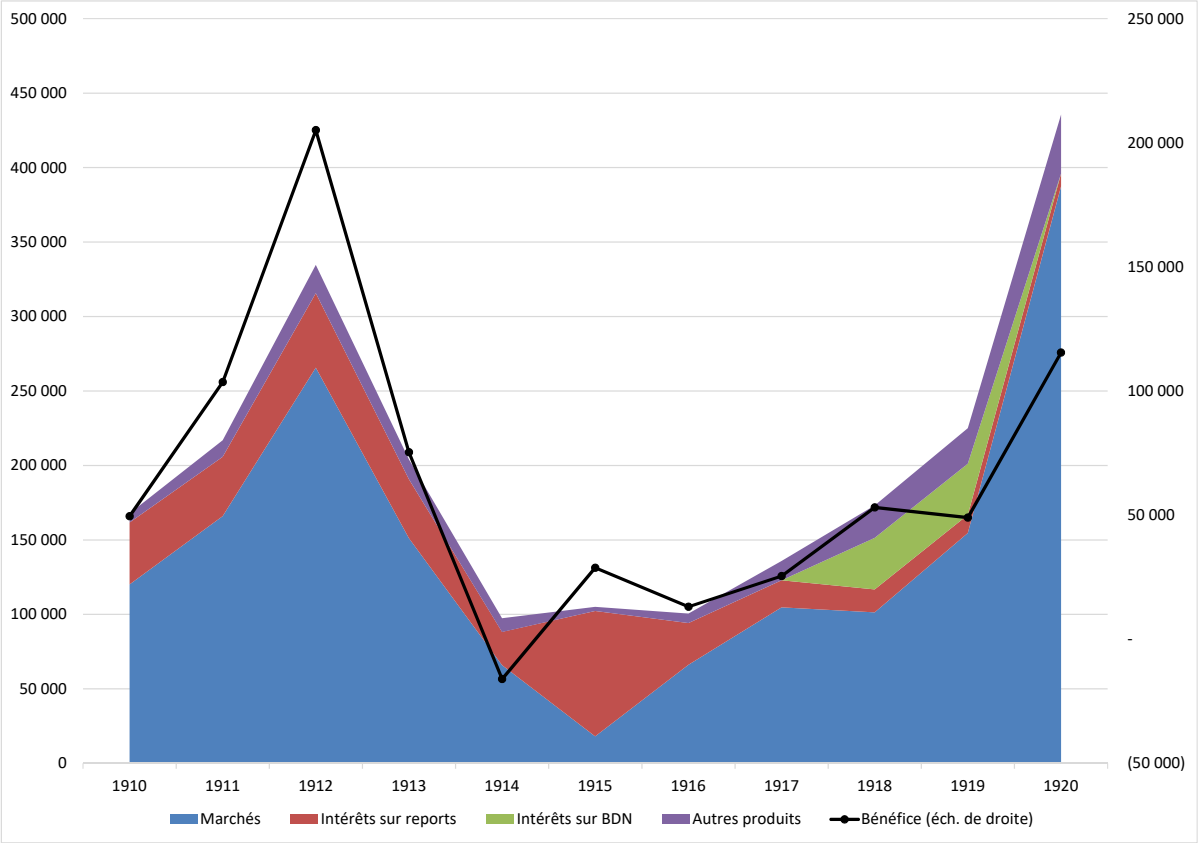
98. « Si le marasme de la Bourse de Paris devait persister, la Bourse de Lyon prendrait une certaine importance. On a constaté que les cours de ce marché ont été beaucoup plus fermes et que l'on recommence à y faire des transactions assez importantes » (APPP, BA1587 Physionomie de Paris, rapport du 6 avril 1918).

99. APPP, BA1587 Physionomie de Paris, rapport du 5 avril 1918. À ce sujet, Brégand (1919, p. 42) évoque la manière dont s'effectue, à nouveau, le départ des titres de Paris : « La Chambre syndicale des agents de change expédie ses titres et ceux de sa clientèle à Tours et elle accepte les sacs de la coulisse. Les employés des banques et intermédiaires accompagnent ces envois. Ils rouvrirons les dossiers dans leurs nouveaux sièges sociaux provisoires et feront le service des titres là-bas. On raconte que le Crédit Lyonnais et le Comptoir d'Escompte se partagent le château des papes ; la Société Générale serait à Clermont-Ferrand ; la Société centrale des banques de province aurait trouvé dans le centre une église désaffectée, etc. ». Les résumés des surveillances exercées par le Commissariat spécial de la Bourse des valeurs mobilières évoquent, quant à eux, un déplacement des titres à Angers plutôt qu'à Tours (APPP, BA1587 Physionomie de Paris, rapport du 10 juin 1918).

100. APPP, BA1587 Physionomie de Paris, rapports du 23 et 24 juillet 1918.

101. Idéalement, nous aurions voulu, consulter les comptabilités des charges elles-mêmes, mais aucun agent de change n'a déposé ses archives pour cette période.

FIGURE 6.8 – Produits et résultats de la Caisse syndicale de la Bourse de Lyon, 1910-1920



Sources : Calculs de l'auteur à partir des comptes de profit et pertes de la Caisse syndicale de la CAC de Lyon (ADR, CAC Lyon, 161 J 41-50 Inventaires).
Notes : Les montants sont exprimés en francs courants. « BDN » signifie Bons de la Défense Nationale.

6.5 La résurrection de la Bourse de Lyon au cours de la Seconde Guerre mondiale

6.5.1 L'évolution des montants d'IOB versés au cours de la Seconde Guerre mondiale

Durant la Seconde Guerre mondiale, les contraintes pesant sur la Bourse de Paris et la partition du territoire ouvrent de nouvelles perspectives pour les places de province en général et pour la Bourse de Lyon en particulier (Koebe 1944, Oosterlinck 2010). Nos données permettent de préciser ce constat. Si pendant la « Drôle de guerre » (de septembre 1939 à mai 1940), la part de marché relative de la Bourse de Lyon ne connaît pas d'évolution significative par rapport à son niveau d'avant-guerre, la période de juin 1940 à la fin de la Seconde Guerre mondiale présente une toute autre configuration (graphique 6.3). Alors que la part de marché de Lyon représente en moyenne 1,3 et 1,4% en 1938 et 1939, elle atteint en effet de manière durable des pourcentages à deux chiffres. Au cours du deuxième semestre 1940, elle est de 66% en moyenne. Ensuite, la part de marché de la Bourse de Lyon connaît une décroissance régulière : en moyenne, elle passe de 33% en 1941, à 26% en 1942, 22% en 1943, 19% en 1944 et 10% en 1945. La barre symbolique des 10% est franchie en juin 1945. Notre estimation a identifié cinq ruptures structurelles dans la part de marché de la Bourse de Lyon entre janvier 1938 et octobre 1946 : les deuxièmes quinzaines de mai 1940, janvier 1943 et octobre 1945, ainsi que les premières quinzaines d'avril 1941 et de décembre 1944[102] (voir le tableau 6.B.2 pour les résultats détaillés). Le tableau 6.4 recense la taille des ruptures structurelles, calculée comme la différence en points de pourcentage entre la moyenne de la part de marché de la Bourse de Lyon sur les segments respectivement avant et après la rupture. Le *break* le plus important est, sans surprise, lié à la fermeture de la Bourse de Paris en juin 1940. La seconde rupture structurelle a lieu en septembre 1941 et correspond à une baisse de la part de marché moyenne de la Bourse de Lyon de 37 points de pourcentage. Elle fait suite au retour des négociations sur l'ensemble des titres à revenu variable à la Bourse de Paris. Il est plus délicat d'identifier les phénomènes liés aux trois autres ruptures estimées par le modèle. En effet, si les *breaks* des quinzaines qui s'achèvent le 29 janvier 1943 et le 15 décembre 1944 pourraient être la conséquence respectivement de l'envahissement de la zone non occupée et de l'autorisation de négociation des valeurs étrangères à la Bourse de Paris, la taille des intervalles de confiance autour de ces dates nous empêche de conclure définitivement. En effet, l'analyse économétrique détecte une dernière rupture, fin octobre 1945, pour laquelle nous n'avons trouvé aucune explication raisonnable.

Comme pour la Première Guerre mondiale, il est possible d'étudier les trajectoires individuelles des Bourses de Lyon et de Paris. Il apparaît clairement d'après le graphique 6.9 que la Bourse de Lyon connaît un renouveau au cours de la Seconde Guerre mondiale, plus précisément après l'armistice du 22 juin 1940 et que la hausse de sa part de marché n'est pas uniquement du à un quelconque effondrement de la Bourse de Paris. La Bourse de Lyon ferme pourtant

102. Par convention, la date de la rupture structurelle désigne la dernière quinzaine du régime précédent. Ainsi, une rupture identifiée le 30 mai 1940, signifie que le régime 1 se termine avec cette quinzaine, alors que le régime débute avec la première quinzaine du mois de juin 1940.

TABLE 6.4 – Ruptures structurelles identifiées, série Part de marché de la Bourse de Lyon, 1938–1946

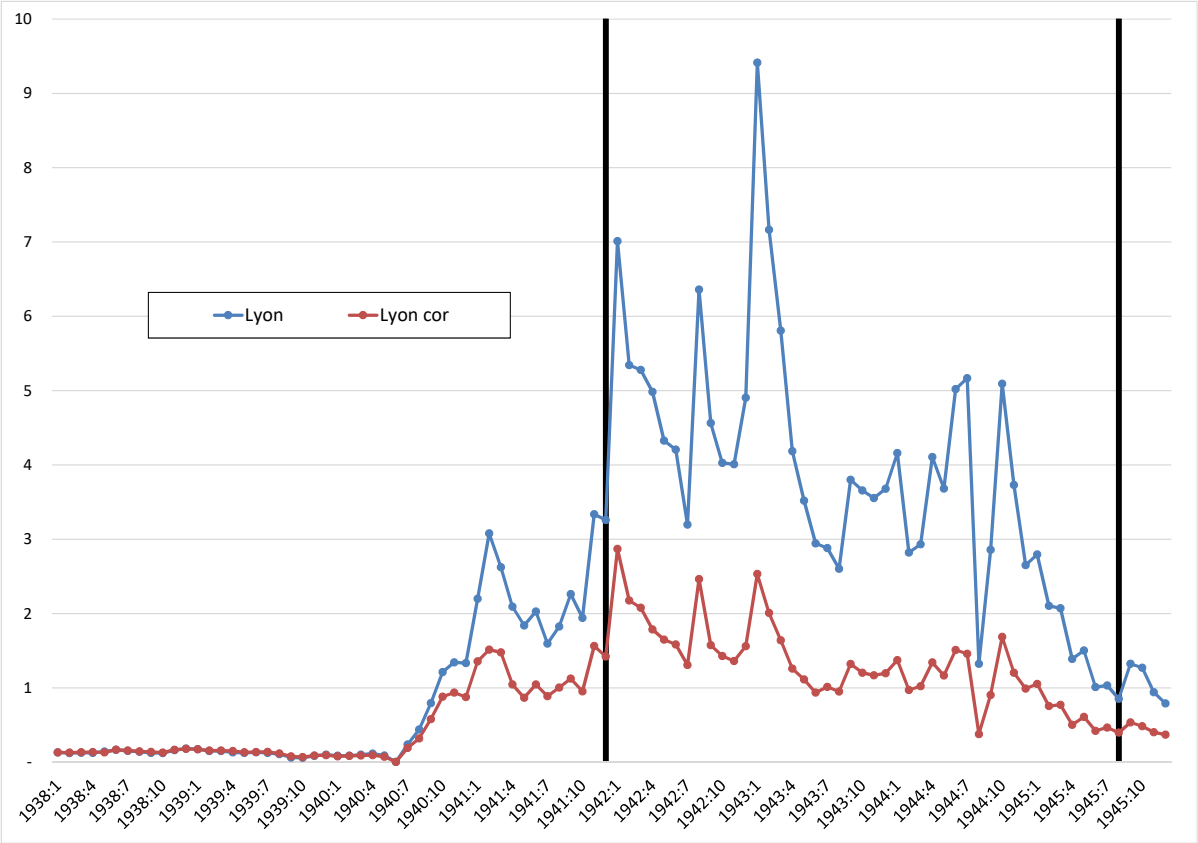
Date	Taille de la rupture (en points de %)	Événements
30/05/1940	+ 64,4	Fermeture de la Bourse de Paris
15/04/1941	- 37,2	Négociations autorisées sur certains titres à revenu variable à Paris
29/01/1943	- 7,8	Conséquence de l'envahissement de la zone non occupée ?
15/12/1944	- 10,0	Conséquence du retour des titres étrangers à Paris ?
31/10/1945	- 4,9	?

Sources : Voir texte.
Notes : Pour les détails concernant la procédure économétrique et les paramètres retenus, voir la table 6.B.2. Les ruptures structurelles ont été estimées sur la série « Part de marché de la Bourse de Lyon » (cf. graphique 6.3). La taille de la rupture structurelle a été calculée comme la différence en points de pourcentage entre la moyenne de la part de marché de la Bourse de Lyon, construite à partir de la formule 6.3, avant et après la rupture. Par convention, la date de la rupture structurelle désigne la dernière quinzaine du régime précédent.

brièvement de mi-juin à mi-juillet. Devant l'avancée de l'armée allemande, les agents de change cessent leurs opérations après la séance du vendredi 14 juin 1940. Quelques jours plus tard, le 19 juin, Lyon est occupée par l'armée allemande. Les agents de change, disposés à reprendre les négociations la semaine suivante, sont cependant contraints d'y renoncer : les banques lyonnaises cessent toute activité à partir du 17, ce qui empêche tout fonctionnement normal du marché financier. Pendant l'occupation de la ville, les agents de change lyonnais continuent à se réunir, notamment pour étudier les conditions de réouverture de la bourse. Ils envisagent, en accord avec le pouvoir municipal de rouvrir la corbeille dès le 28 juin, mais se confrontent au même problème d'organisation des paiements bancaires. La ville reste occupée jusqu'au 8 juillet 1940. Les banques reprennent leur activité dès le lendemain et la réouverture de la Bourse de Lyon est autorisée à partir du 16 juillet, pour les opérations au comptant uniquement. Très rapidement, l'activité prend à Lyon des ampleurs jamais égalées et surpasse largement celle de Paris. Le montant quotidien moyen des négociations au comptant passe de 500 000 francs en 1939 à plus de 70 millions de francs en 1940. En l'espace de quelques mois, le nombre de corbeilles de négociation passe de 2 à 6 et le personnel de la Chambre syndicale de Lyon triple [103]. En 1942, l'activité double par rapport à 1941, année pourtant déjà faste à l'échelle lyonnaise [104]. Adrien Demoustier, Syndic de la CAC de Lyon, ne cache pas son enthousiasme : « nous sommes parvenus à prendre la place que laissait libre l'éclipse de Paris » [105] ! Un record est battu en janvier 1943 avec près de 10 millions de francs d'impôt versés par la seule Bourse de Lyon. Celle-ci est alors « effervescente » selon le mot de Colling (1949, p. 397). Après la disparition de la ligne de démarcation consécutive à l'envahissement de la zone non occupée par l'armée allemande, l'activité à la Bourse de Lyon diminue régulièrement, avant de connaître une croissance heurtée entre août 1943 et juillet 1944. En moyenne, au cours du premier trimestre de l'année 1944, les négociations quotidiennes portent sur 60 à 70 millions de francs [106]. En outre, contrairement

103. ADR, CAC Lyon, PV AG, 24 décembre 1940.
104. Cette augmentation des montants d'IOB versés par la Bourse de Lyon est certes en partie liée à la forte augmentation du taux d'imposition sur les achats de titres à revenu variable, destinée à déprimer la demande pour ces actifs et à l'augmentation des cours boursiers.
105. ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1942.
106. AN, AJ42/832, Militärbefehlshaber in Frankreich, « Reisevermerk – Börsen », 4 juillet 1944.

FIGURE 6.9 – Impôt sur les opérations de bourse – Bourse de Lyon, Deuxième Guerre mondiale



Sources : ADR, CAC Lyon, 161 J 51, Inventaires 1931–1957.
Notes : La série « Lyon » fournit les montants mensuels bruts d'IOB, en millions de francs courants, versés par la Bourse de Lyon, alors que la série « Lyon cor » déflate ces montants par un indice boursier, le CAC40 historique (base 100 en janvier 1938, graphique 6.D.6). Les barres verticales représentent les changements de taux d'IOB en décembre 1941 et août 1945.

à ce qu'affirment les autorités allemandes dans un rapport forcément partial, l'activité à Lyon augmente notamment après le débarquement en Normandie en juin 1944 [107]. En marge des opérations de la libération de la ville, la Bourse de Lyon reste fermée du 24 août au 10 septembre 1944, ce qui explique la chute brutale de l'activité. Enfin, le montant d'impôt versé par mois repasse sous la barre des 2 millions de francs à partir d'avril 1945.

Paradoxalement, l'activité à Paris diminue avant le déclenchement de la guerre, avant de connaître un regain au cours de la fin de l'année 1939 et le début de l'année 1940. À partir d'avril 1939, sous l'effet des tensions internationales, le montant mensuel d'IOB versé par le Parquet passe en effet sous la barre des 10 millions de francs. Le déclenchement de la guerre coïncide avec une chute de ce montant : il devient inférieur à 5 millions de francs par mois. Il se maintient au début de l'année 1940 dans des proportions similaires à celui du début de l'année 1939. De nombreuses charges sont alors déficitaires, ce qui pousse la Chambre syndicale

107. « La Bourse de Lyon a à peine réagi face à l'offensive anglo-américaine » (AN, AJ42/832, Militärbefehlshaber in Frankreich, « Reisevermerk – Börsen », 4 juillet 1944, notre traduction).

à envisager leur suppression [108]. Le 10 juin 1940, alors que les troupes allemandes ne se trouvent qu'à quelques kilomètres seulement de la capitale, la Bourse de Paris ferme. Elle rouvre temporairement, pour une semaine entre le 30 juillet et le 7 août, mais demeure ensuite close jusqu'au mois d'octobre 1940. Deux explications sont avancées par les autorités allemandes pour justifier cette fermeture : tout d'abord, l'estimation de la valeur des titres est rendue difficile par les destructions physiques. Ensuite, les charges d'occupation que la France doit verser à l'Allemagne sont loin d'être couvertes par les seules recettes fiscales, ce qui implique le recours au crédit et une certaine inflation. On s'attend alors à une ruée vers les actifs « réels » [109]. À partir d'octobre 1940, la réouverture de la Bourse de Paris est progressive, mais, à l'instar de Lyon, ne concerne que les opérations au comptant. Le 14 octobre 1940, seules les obligations d'émetteurs français sont autorisées à la négociation. L'activité à la Bourse de Paris augmente véritablement en mars 1941 sous l'effet de l'autorisation d'effectuer des négociations sur des actions émises par des entreprises exerçant en France métropolitaine. L'impact de cette réouverture est très nette : l'activité est multipliée par 1,5 en l'espace d'un mois et le montant d'IOB atteint près de 8,2 millions de francs pour le mois d'avril 1941. À partir de l'année 1942, les montants mensuels oscillent entre 8,6 et près de 30 millions de francs. Ils dépassent ainsi, en valeur nominale du moins, les chiffres observés avant le déclenchement de la guerre. En 1943 et 1944, le montant mensuel d'IOB versé est en moyenne de 15 millions de francs, mais revêt de grandes disparités. De façon similaire à ce que l'on observe pour la Bourse de Lyon, on enregistre en janvier 1943 un maximum d'activité [110], suivi d'un recul jusqu'à l'été 1943, puis d'une croissance heurtée jusqu'en juillet 1944. Comme à Lyon, les montants d'IOB versés augmentent à Paris à l'approche du débarquement en Normandie. Il peut paraître paradoxal que l'activité boursière croisse alors que les combats s'intensifient et se rapprochent. Selon Colling (1949, p. 402–403), l'explication tient à la crainte des destructions matérielles : on investit en bourse les billets menacées. De façon plus fondamentale, le débarquement en Normandie a provoqué la rupture des communications entre Paris et le reste du territoire et engendré le refus des ordres de vente venant de l'extérieur de la capitale, en raison des difficultés pour rapatrier les titres à Paris. Cette situation, en accentuant le déséquilibre entre l'offre et la demande, a abouti à une nouvelle augmentation des cours [111]. À cela s'ajoute la création de 80 milliards de francs de billets de banque par les alliés destinés aux

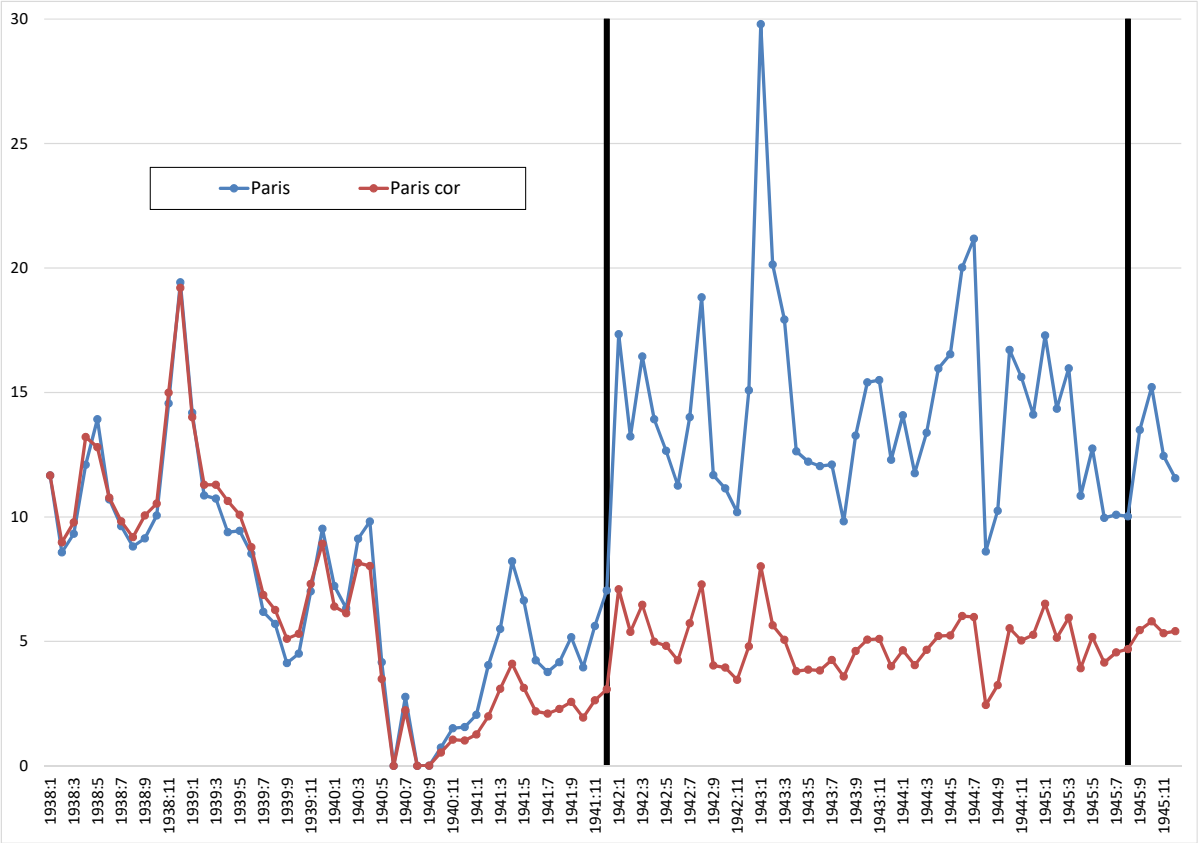
108. CAEF, CAC Paris, PV CS, 25 janvier, 8 et 22 février 1940.

109. AN, AJ42/832, Militärbefehlshaber in Frankreich, « Note sur l'ouverture de la Bourse », 10 août 1940.

110. Ce passage de Colling (1949, p. 400) rend compte de la situation : « Dans les toutes premières semaines de 1943, la lutte prit un caractère d'intensité extraordinaire. La demande de titres se faisait chaque jour plus impérieuse, plus exigeante. Une rumeur insensée emplissait le palais. Coter une valeur devait aussi ardu que résoudre la quadrature du cercle. Et quand on y parvenait, c'était pour attribuer un titre, non par ordre, mais par charge. On avait beau adopter pour nombre de valeurs la formule de la criée, le problème n'en était qu'imperceptiblement résolu. Chaque soir, la cote paraissait, toute truffée de ces blancs qui sont éloquents comme les silences de la musique. Les commis à l'imagination vive se représentaient cette fois la Bourse asphyxiée, morte, toute bleue et noire, formant son propre catafalque ».

111. On peut d'ailleurs lire dans un rapport sur l'activité de la Bourse de Paris de juin 1944 : « le résultat de ces deux éléments combinés a été l'augmentation brusque des ordres d'achat et la raréfaction des ordres de vente dans un marché où les transactions devenaient chaque jour plus étroites ; il en est résulté une grande nervosité du marché avec des écarts de cours parfois importants qui ont nécessité des interventions constantes de la part des autorités techniques de la Bourse » (AN, AJ40/832, Militärbefehlshaber in Frankreich, « L'activité de la Bourse de Paris pendant le deuxième trimestre 1944 », 30 juin 1944).

FIGURE 6.10 – Impôt sur les opérations de bourse – Bourse de Paris, Deuxième Guerre mondiale



Sources : CAEF, CAC Paris, Grand Livres, 1938–1945.
Notes : La série « Paris » fournit les montants mensuels bruts d'IOB, en millions de francs courants, versés par la Bourse de Paris, alors que la série « Paris cor » déflate ces montants par un indice boursier, le CAC40 historique (base 100 en janvier 1938, graphique 6.D.6). Les barres verticales représentent les changements de taux d'IOB en décembre 1941 et août 1945.

troupes de débarquement, ce qui a réveillé les craintes d'inflation. On peut d'ailleurs constater que les montants d'IOB corrigés par l'indice CAC40 connaissent une hausse moins marquée que les montants non corrigés (graphique 6.10). Lors de la libération de Paris, la Bourse ferme le 18 août 1944 et rouvre le 30, dans un premier temps uniquement pour la négociation des rentes françaises, des valeurs du Trésor et de certaines obligations privées [112], ce qui explique que le montant d'IOB versé ne soit que de 8,6 millions de francs ce mois-ci.

La Seconde Guerre mondiale est une période de grand bouleversement notamment législatif concernant les marchés financiers et les banques [113]. Dans les lignes qui suivent, nous nous concentrons uniquement sur les éléments susceptibles d'expliquer les trajectoires identifiées dans

112. CAEF, CAC Paris, PV AG, 30 août 1944.
113. Voir notamment Hommey (1942), Constans (1943) et surtout Guillorit (1946) ou plus récemment, avec un point de vue centré sur la Bourse de Paris, Oosterlinck (2010). La création de la Caisse centrale de dépôts et virements de titres (CCDVT), dépositaire central de titres par la loi du 18 juin 1941, a notamment été étudiée par Gambert (1943), Avéran-Horteur (1957) et, plus récemment, Chabrolles & Juvin (1992). Pour les réformes portant plus spécifiquement sur le secteur bancaire, voir notamment Andrieu (1983, 1991). Enfin, pour les réformes comptables et notamment la mise en place du plan comptable, voir Touchelay (2008).

cette sous-section.

6.5.2 Un contexte favorable pour les marchés financiers

Tout d'abord, contrairement à ce que nous avons vu pour la Première Guerre mondiale, le marché financier français n'est pas gelé au cours de la Seconde. En effet, après l'armistice de juin 1940, le marché financier dans son ensemble a bénéficié des restrictions portant sur d'autres actifs, notamment l'immobilier et les biens de consommation courante, et, bien que fortement encadré par les autorités publiques, a offert l'une des seules opportunités d'investissement (Le Bris 2012*c*), avec l'or (Hoang 2010, chapitre 6) et quelques actifs « alternatifs » comme les œuvres d'art (Oosterlinck 2017). Du reste, la liquidation des opérations de juin 1940 est suspendue uniquement à Paris et a lieu normalement à Lyon, sans doute parce que le terme sur place ne représente alors qu'une infime partie des transactions. À Paris, la solution retenue est également plus simple que celle de la Première Guerre mondiale. En effet, toutes les opérations de la Bourse de Paris encore en suspens sont liquidées d'office en avril 1941 sans mouvements de titres, sauf pour les emplois de fonds en report. Les transactions à prime sont, quant à elles, purement et simplement annulées [114]. Les opérations à terme effectuées sur le marché en banque sont réglées selon des modalités semblables à partir du 9 juin 1940 [115].

Par ailleurs, afin de supporter les 400 millions de francs par jour d'entretien des troupes d'occupation pesant sur la France en application de l'article 18 de la convention d'armistice [116] et de maintenir la valeur du franc, une « politique du circuit », basée en particulier sur l'émission de bons du Trésor, est mise en place dès 1940 (Margairaz 1991). La bourse a un rôle crucial à jouer dans une telle politique : celui d'offrir de la liquidité aux obligations publiques afin de maintenir une demande pour ces titres (Oosterlinck 2010, 2012).

Ce contexte favorable explique pourquoi, à la différence de la Première Guerre mondiale, les transactions ne se sont globalement pas effondrées et comment il a été possible pour une bourse en particulier de récupérer le *leadership* parisien, mais n'éclaire pas sur la position relative de la Bourse de Lyon après l'armistice 1940. Pour cela, nous insisterons dans les sous-sections suivantes, en particulier sur les conséquences de la partition de la France entre juin 1940 et fin 1942, qui entraîne, d'une part, un transfert des titres en zone non occupée et une rupture des communications, notamment entre Paris et Lyon, et qui place, d'autre part, Lyon en situation dominante, voire même de monopole, pour la négociation de certains titres. Avec la réouverture progressive de la Bourse de Paris et la réorganisation de la Coulisse en 1942, la Bourse de Lyon fait de nouveau face à de fortes pressions concurrentielles, ce qui explique le recul de son importance.

114. Loi du 30 mars 1941 relative à la liquidation des positions à terme demeurées en suspens à la Bourse de Paris, *Journal Officiel* du 2 avril 1941.
115. « Liquidation des positions à terme en Banque », *Journal de la Bourse*, 7 juin 1941.
116. L'indemnité passe à 500 millions de francs lors de l'envahissement de la zone non occupée. Les conséquences de l'instauration de ces coûts d'occupation ont notamment été étudiées par Boldorf & Scherner (2012), Occhino et al. (2007, 2008) et White (2016).

6.5.3 Le transfert des titres en zone non occupée et la rupture des communications

L'envahissement du territoire par l'armée allemande débouche sur l'Éxode, « la plus invraisemblable migration intérieure de l'histoire de la première moitié du XXe siècle en Europe » (Alary 2010). Lorsque l'armée allemande arrive à Paris, le 14 juin, deux tiers des habitants de Paris ont déjà fui, emportant avec eux les biens précieux et les titres papiers. Le monde boursier et bancaire n'échappe pas à cette fuite. La CAC de Paris envoie ses documents comptables, ainsi que les titres dont elle a la charge dans le sud de la France. Dès janvier 1939, la Chambre syndicale envisage, en cas d'avancée allemande, de se replier dans le Puy-de-Dôme, à Châtel-Guyon, d'organiser les séances de bourse dans le casino de la ville et d'entreposer les titres dans une cave à Riom [117, 118]. Début septembre 1939, un décret autorise le transfert du siège des bourses de valeurs et de marchandises dans toute ville de France métropolitaine [119]. En fin d'année 1939, l'hypothèse d'une évacuation vers Bordeaux, scénario similaire à celui mis en œuvre en septembre 1914, semble être préférée par la CAC de Paris [120]. Début 1940, c'est désormais Vichy qui est pressenti comme point de chute éventuel [121] : la CAC de Paris y loue d'ailleurs des locaux, ainsi que dans les environs [122]. Finalement, les titres de la CAC sont transportés fin mai 1940 dans le château de Busset, près de Vichy, mais la Bourse n'est pas transférée [123]. Tous les établissements bancaires et financiers parisiens procèdent ainsi (Alary 2010, p. 235) [124], emportant avec eux leurs titres propres et ceux confiés par leurs clients, si bien qu'il est possible de supposer que la majorité des titres financiers se trouve, fin juin 1940, en zone non occupée.

Les conditions de la partition de la France, prévue par l'article 2 de la convention d'armistice du 22 juin 1940, n'incitent pas au rapatriement des titres à Paris. Tout d'abord, l'Ordonnance du 14 août 1940 [125] interdit dans le territoire occupé de la France, « 1° de disposer de créances d'habitants du pays envers des étrangers ; 2° de disposer de créances d'étrangers envers des habitants du pays ; 3° de disposer de créances d'habitants du pays envers d'autres habitants du pays en faveur d'étranger » [126]. Les titres étrangers doivent donc rester en zone non occupée. D'ailleurs, lorsque des titres sont rapatriés à Paris en mars 1941, les autorités procèdent à une fouille exhaustive du train les ramenant à Paris [127]. D'autre part, même pour les titres français, les investisseurs peuvent préférer les conserver en zone non occupée, solution qui offre une plus grande flexibilité. En effet, si l'importation dans la zone occupée de marchandises et valeurs est autorisée, toute exportation est subordonnée à une autorisation de l'autorité d'occupation,

117. CAEF, CAC Paris, PV CS, 12 et 13 janvier 1939, 20 et 27 avril 1939, 11, 17 et 25 mai 1939.
118. Selon Michie (1999, p. 287–291), dès juillet 1937, des discussions similaires portent sur un possible déménagement de la Bourse de Londres vers un lieu à l'abri d'éventuels bombardements.
119. Décret du 1er septembre 1939, publié au *JO* le 2 septembre.
120. CAEF, CAC Paris, PV CS, 19 octobre, 23 et 29 novembre 1939, 7 et 12 décembre 1939.
121. CAEF, CAC Paris, PV CS, 4, 11, 18 et 28 avril 1940.
122. CAEF, CAC Paris, PV CS, 2 mai 1940.
123. CAEF, CAC Paris, PV CS, 23 mai 1940.
124. Le cas du Crédit Lyonnais a, par exemple, été bien étudié par Plessis & Verheyde (2003) et Plessis (2007).
125. *Verordnungsblatt des Militärbefehlshabers in Frankreich* (Vobif), 27 août 1940.
126. AN, AJ41/397, Synthèse de la Délégation générale du gouvernement français dans les territoires occupés (DGTO), 16 septembre 1940.
127. APPP, GA 44 Bourse des valeurs mobilières, Seconde Guerre Mondiale, note non signée du 14 mars 1941.

conformément à l'article 17 de l'armistice et au règlement des échanges de marchandises et de moyens de paiement entre le territoire occupé et le territoire non occupé en date du 19 août 1940 [128, 129]. En outre, les communications postales entre les deux zones sont particulièrement difficiles et comportent un risque de perte ou de vol non négligeable [130].

Ces conditions favorisent, dans l'intervalle, les bourses de province situées en zone non occupée. La loi du 26 mars 1927 et les règlements particuliers des CAC modifiés en conséquence [131] oblige, en effet, la livraison des titres, qu'il soient au porteur ou nominatifs, dans un délai de 14 jours de bourse suivant la transaction au comptant (François-Marsal 1929, p. 530–534). Le Syndic de la CAC de Lyon déclare ainsi au cours de l'Assemblée générale du 24 décembre 1940 [132] :

> « L'interdiction de sortie [des titres de la zone occupée] allait avoir pour les bourses de province des conséquences très importantes [...] Les marchés de province voyaient dès le mois d'août venir à eux les ordres de toute la zone non occupée. Un très grand nombre de valeurs appartenant à des capitalistes de l'autre zone du nord avait été emporté par eux lors de l'exode de juin et ceux des réfugiés qui ont pu regagner la zone occupée ont pour la plupart laissé leurs titres en zone non occupée où n'existait aucun blocage de titres. Cette situation a provoqué pour le marché de notre zone une influence d'ordre extrêmement considérable » [133].

Comme l'écrit Joly (2007, p. 14–15), « la chronologie n'est pas aussi simple qu'il y paraît : d'une part, la ligne de démarcation a connu d'importants assouplissements antérieurs à novembre 1942 ; d'autre part, elle ne disparaît pas formellement ensuite ». Toutefois, deux éléments nous permettent de dater le retour à une plus grande flexibilité à propos du mouvement des titres et donc à la disparition d'un certain avantage concurrentiel pour la Bourse de Lyon au printemps

128. AN, AJ41/397, Synthèse de la DGTO, 16 septembre 1940.

129. Aucune exception n'est prévue par les règlements. Ainsi, la Banque de France doit soumettre une demande d'autorisation avant tout virement de fonds de la zone occupée vers la zone non occupée (AN, AJ41/397, Synthèse de la DGTO, 28 octobre 1940).

130. Alary (1998, p. 73–74) illustre à partir de plusieurs exemples comment l'interruption des communications postales pose de nombreuses difficultés, notamment aux établissements de crédit et à la Caisse des Dépôts et Consignations.

131. CAEF, CAC Paris, PV AG, 30 mai 1928 ; ADR, CAC Lyon, PV AG, 5 juillet 1928.

132. Le Syndic de la CAC de Marseille tient un discours similaire fin 1940 : « À la suite des évènements de mai et juin [1940] et de la séparation en deux zones du territoire national, sans communication avec le marché de Paris, nous avons été appelés à un effort considérable pour répondre dans les meilleures conditions possibles au volume d'affaires qui nous étaient confiées » (CAEF, CAC Marseille, PV AG, 17 décembre 1940). Le Crédit Lyonnais, dont le siège se situe à Lyon, connaît la même situation. Ainsi Moreau-Néret écrit dans une note : « depuis l'armistice, le siège social, en raison de l'existence de la ligne de démarcation coupant la France en deux zones où la législation n'est pas la même et entre lesquelles la correspondance n'est pas libre, a vu augmenter de façon considérable l'importance de ses opérations. D'une part, en effet, sa clientèle propre a augmenté du fait de sociétés du Nord, de l'Est et de Paris qui ont installé une partie de leurs affaires dans la région lyonnaise et y ont organisé un service financier pour la zone Sud [...]. D'autre part, c'est le siège social qui a centralisé les opérations sur titres de toute la zone Sud et a rempli pour cette zone le rôle que remplissaient antérieurement les services généraux du Siège central » (note « Réforme du siège social », 1942, cité par Plessis (2007, p. 191)).

133. ADR, CAC Lyon, PV AG, 24 décembre 1940. En 1943, le Syndic de la CAC de Paris tient un discours extrêmement similaire : « Nos rapports tendent à se resserrer avec les dirigeants de ces parquets [les Bourses de Lyon et Marseille]. Nous n'avons pas à prendre ombrage de leur activité : si elle s'est exercée pendant quelques années aux dépens de la nôtre, c'est en raison des circonstances passagères. Depuis la suppression de la ligne de démarcation entre les deux zones, cette concurrence s'atténue déjà sensiblement bien que les valeurs étrangères continuent à ne pouvoir être négociées qu'en zone sud. On constate en effet une réduction assez sensible des affaires traitées sur les places de province » (CAEF, CAC Paris, PV AG, 20 décembre 1943).

1941 [134]. Tout d'abord, la note de la Préfecture de police de mars 1941, cité ci-dessus (voir note 127), évoque le rapatriement de titres, émis par des émetteurs français uniquement, à Paris. Ensuite, il est décidé le 17 mai 1941, de plus soumettre à autorisation à partir du 20 courant, les exportations de valeurs de la zone occupée vers la zone non occupée, à l'exception de l'or et des devises et titres étrangers [135].

La disparition de la ligne de démarcation ne marque pas le retour à une communication fluide entre Lyon et Paris [136]. Certes, Colling écrit que « l'assouplissement de la ligne de démarcation, livrant passage aux titres et aux capitaux, nivela les cours entre Paris et la province » (Colling 1949, p. 397), mais à plusieurs reprises les transmissions télégraphiques et téléphoniques sont difficiles, voire impossibles, ce qui peut contribuer à expliquer pourquoi l'activité de la Bourse de Lyon se maintient après 1943 à des niveaux plus élevés qu'avant juin 1940. Par exemple, Colling (1949, p. 403) rapporte qu'en raison de la rupture des communications, « à partir du 20 juin [1944], la Bourse [de Paris] n'est plus alimentée que par les ordres émanant de la région parisienne » [137].

6.5.4 Lyon, centre financier du pays

« L'éclatement de la France en territoires aux statuts divers en 1940 a abouti dans un pays aussi centralisé à un état de fait inédit : il n'y a plus de « centre » ou, plus exactement, il s'est éparpillé dans les « périphéries ». Paris n'est plus vraiment la capitale, Vichy ne peut y prétendre et le vrai pouvoir est à Berlin. Les ruptures de communication ou les difficultés grandissantes des liaisons renforcent les effets du découpage en zones et sous-zones. Chaque grande ville devient une manière de capitale dans son zone ou sa portion de zone »(Guillon 2016, p. 12). La formule de J.-M. Guillon est un bon résumé de la situation que connaît Lyon après juin 1940 : elle devient la capitale financière du pays [138] et récupère la plupart des prérogatives de la place parisienne avant le déclenchement de la Seconde Guerre mondiale.

Tout d'abord, la cote lyonnaise s'élargit pour accueillir les valeurs cotées au Parquet et en Coulisse avant juin 1940. Le Syndic de la CAC de Lyon justifie ce choix par la volonté d'éviter l'instauration d'un marché non officiel tenu par des courtiers non habilités à Lyon et par le « devoir national » que de « fournir à la clientèle de la zone libre la possibilité de vendre ou d'acheter tous titres de son choix » [139]. Il s'agit, en réalité, surtout d'occuper la

134. Cette chronologie est également confirmée par le Syndic de la CAC de Marseille : « nous avons pu constater depuis quelques mois une amélioration sensible des rapports entre les deux zones, ce qui nous a permis de régulariser les affaires restées en suspens depuis juin 1940 et d'opérer certaines négociations contentieuses notamment sur les titres nominatifs » (CAEF, CAC Marseille, PV AG, 18 décembre 1941).

135. AN, AJ40/443, Lagebericht April–Mai 1941, Militärbefehlshaber in Frankreich (MBF).

136. ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1943.

137. Cela est confirmé par le Syndic de la CAC de Lyon. Selon lui, dès début juin 1944, la Bourse est « quasi paralysée » du fait des forts risques pesant sur le transfert des titres (ADR, CAC Lyon, PV AG, 21 décembre 1944). Dès février 1944, par crainte de la rupture des communications et des destructions pesant sur Lyon et Marseille, le Syndic de la CAC de Paris préconise la prudence dans le cadre des transactions avec ces marchés (CAEF, CAC Paris, PV AG, 1er février 1944).

138. Elle est d'ailleurs reconnue comme telle par les contemporains. Par exemple, selon le Syndic de la CAC lyonnaise : « Lyon est devenue la capitale économique de la zone libre » (ADR, CAC Lyon, PV AG, 23 décembre 1941).

139. ADR, CAC Lyon, PV AG, 24 décembre 1940.

place laissée vacante par la Bourse de Paris et la Coulisse [140]. Cet afflux de titres et d'ordres donne de nouvelles responsabilités à la Bourse de Lyon. En effet, elle est désormais réputée fournir les cours « sincères » et « authentiques » et ne peut plus s'appuyer sur les informations fournies par la Bourse de Paris. Le Syndic de la CAC de Lyon appelle donc les agents de change à la plus grande prudence lors des transactions, de sanctionner chaque affaire par un cours inscrit sur la cote officielle et à éventuellement retarder l'inscription d'un cours si celui-ci est sensiblement différent du cours précédent [141]. Enfin, Destrem & Destrem (2003, p. 20) rapportent qu'en août 1940, une partie des coulissiers et des commis parisiens auraient finalement décidé de demeurer à Lyon. Les avantages que retire la Bourse de Lyon de cette situation s'évanouissent progressivement sous l'effet de la réouverture progressive de la Bourse de Paris (voir ci-dessous) et suite à la disparition de la ligne de démarcation. Par exemple, après l'envahissement de la zone non occupée en novembre 1942, certaines valeurs étrangères sur lesquelles les négociations étaient autorisées, sont supprimées de la cote officielle lyonnaise [142].

Ensuite, la Bourse de Lyon est l'une des seules places, avec Marseille, à pouvoir prendre le relais de Paris. En effet, la plupart des bourses régionales ferme durant plusieurs mois après l'armistice de juin 1940 : Bordeaux, du 10 octobre 1940 au 15 mai 1941 [143] ; Lille, de juin 1940 au 4 juin 1941 [144] ; Nantes, de juin 1940 au 18 juin 1941 [145] et Nancy qui ne semble pas avoir rouvert après juin 1940 [146]. Le délai de réouverture des bourses de province situées en zone occupée s'explique par la volonté du commandement militaire allemand d'attendre un éventuel retour à la normale à la Bourse de Paris : « une réouverture des bourses de province ne sera envisagée par le Commandant militaire allemand en France (*Militärbefehlshaber in Frankreich*), qu'après la poursuite du développement de la Bourse de Paris puisse être appréhendée/mesurée après le retour prévu des titres précédemment cotés » [147].

Enfin, la Bourse de Lyon effectue les opérations publiques pour toute la zone non occupée. En 1941, le gouvernement la charge officiellement de la conversion des Bons du Trésor et des achats de rentes pour les trésoreries de la zone non occupée [148]. Les montants concernés sont anecdotiques (table 6.5), mais la charge symbolique est forte : ce rôle était dévolu à la Bourse

140. La Chambre de Compensation du marché en banque traite plus de 4 milliards de francs par an de transactions au comptant (moyenne pour la période 1936–1939). Compte tenu de l'indication selon laquelle les opérations au comptant représente environ 40% de l'activité de la Coulisse, on peut estimer à plus de 10 milliards de francs par an l'activité sur le marché non-officiel de Paris (AN, AJ42/832, Mémoire présenté par la Chambre syndicale des Banquiers en Valeurs près la Bourse de Paris, 6 septembre 1940).
141. ADR, CAC Lyon, PV AG, 23 décembre 1941.
142. ADR, CAC Lyon, PV AG, 21 décembre 1944.
143. AN, AJ40/832, Militärbefehlshaber in Frankreich, « Bericht über die Börse in Bordeaux », 19 octobre 1940 et « Wiedereröffnung der Börse », 14 mai 1941.
144. AN, AJ40/832, Militärbefehlshaber in Frankreich, Note du Oberkriegsverwaltungerat « Liller Börse », 5 juin 1941.
145. AN, AJ40/832, Militärbefehlshaber in Frankreich, « Über die Besprechung der Eröffnung der Börse von Nantes », 18 juin 1941.
146. La question de la réouverture de la Bourse de Nancy est, en tout cas, débattue au cours d'une séance du Comité des Bourses de Valeurs en juillet 1943 (CAEF, PV CBV, 30 juillet 1943).
147. AN, AJ40/832, Militärbefehlshaber in Frankreich, « Bericht über die Börse in Bordeaux », 1er novembre 1940 (notre traduction).
148. ADR, CAC Lyon, PV AG, 23 décembre 1941.

de Paris depuis au moins 1894 au grand dam de la CAC de Lyon [149]. En 1942, la CAC de Lyon devient, de plus, le correspondant du Crédit National, établissement spécialisé dans les prêts à moyen et long terme à l'industrie, dont le rôle est accru suite à la loi du 23 mars 1941 relativement au financement de l'activité industrielle (Revue économique 1951, p. 665–666). La CAC de Lyon participe ainsi aux émissions du Crédit National, rémunératrices en commissions [150].

TABLE 6.5 – Ampleur des opérations effectuées à la Bourse de Lyon pour les Trésoreries Générales (TG)

	1940	1941	1942	1943	1944	1945
IOB sur opérations des TG	1 078	30 637	55 018	53 892	30 515	10 448
Part total dans l'IOB versé (en %)	0,02	0,12	0,10	0,10	0,07	0,05

Sources : ADR, CAC Lyon, 151 J 51 Inventaires, 1931–1957.
Notes : Le montant d'IOB versé suite aux opérations menées à Lyon pour les Trésoreries Générales est exprimé en francs courants. La part total dans l'IOB versé ne concerne que la Bourse de Lyon. Autrement dit, les opérations pour le compte des Trésoreries Générales ne représentent que 0,10% en 1942 de l'ensemble des opérations effectuées à la Bourse de Lyon. Avant 1940 et après 1945, les Trésoreries Générales s'adressent exclusivement à la Bourse de Paris.

6.5.5 Le retour de la concurrence de la place financière de Paris

Avec la partition du pays et la fermeture de la Bourse de Paris, le marché lyonnais devient donc la place dominante en France. Outre le rétablissement des communications entre les deux zones, puis la suppression de la ligne de démarcation, la position lyonnaise est menacée par la réouverture progressive des marchés boursiers parisiens. Le Syndic de la CAC de Paris reçoit le 13 juillet l'autorisation de la *Kommandantur*, de rouvrir la Bourse, à la condition que les opérations se déroulent au comptant uniquement [151]. La réouverture de la Bourse de Paris est fixée au 30 juillet [152]. Les négociations portent sur un nombre limité de valeurs [153]. Cependant dès le 7 août 1940, la Bourse ferme à nouveau sous l'ordre direct de l'occupant, jugeant que la hausse du cours des valeurs à revenu variable est susceptible de décourager les achats de bons du Trésor [154] : « la France est frappée « d'hémiplégie », c'est-à-dire que les marchés financiers fonctionnent librement au-delà de la ligne de démarcation, et que leur inactivité est complète en deçà » (Guillorit 1946, p. 46). La Chambre syndicale de Paris débute alors un long processus de négociations auprès des autorités afin de procéder à la réouverture de la Bourse (Oosterlinck & Riva 2010, p. 54) [155]. Devant la nécessité de disposer d'un marché financier liquide permettant d'accueillir les émissions futures d'emprunts publics, la Bourse de Paris rouvre le 14 octobre, mais

149. ADR, CAC Lyon, PV AG, 6 mars 1901.
150. ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1942.
151. CAEF, CAC Paris, PV CS, 18 juillet 1940.
152. CAEF, CAC Paris, PV CS, 25 juillet 1940.
153. Il s'agit essentiellement des valeurs publiques, des chemins fer, des banques et des mines françaises. Envisagées dans un premier temps, les négociations sur les actions de la Compagnie Suez et Quilmès ne sont finalement pas autorisées (APPP, GA44 Bourse des valeurs mobilières, Note du Commissariat spécial de la Bourse des valeurs, 20 juillet 1940).
154. CAEF, CAC Paris, PV CS, 8 août 1940.
155. CAEF, CAC Paris, PV CS, 12 août, 9 et 19 septembre et 7 octobre 1940.

uniquement pour la négociations d'obligations françaises et sous certaines conditions [156]. Ainsi, l'accès au Palais Brongniart est désormais interdit au public et à toute personne « israélite » [157]. Il est certes possible, de traiter des titres à revenu variable, mais uniquement de gré à gré, aux cours de la Bourse de Lyon et sous la surveillance d'un Adjoint au Syndic [158]. Il faut attendre le 19 mars 1941 pour assister à la réouverture de la Bourse de Paris pour les titres à revenu variable de sociétés françaises dont l'activité se déroule en métropole, et le 8 septembre 1942 pour l'ensemble des sociétés françaises [159]. Notre analyse des ruptures structurelles montre que cet évènement est primordial pour comprendre le rattrapage de la Bourse de Paris, à partir d'avril 1941. Le retour des valeurs à revenu variable a lieu après l'entrée en vigueur de la double loi du 28 février 1941 sur la limitation des dividendes et la forme et la négociation des actions [160]. Une partie de la presse financière considère cette décision comme un retour naturel des choses : « La Bourse de Paris se doit de montrer à ses rivales de province que le premier rang que celles-ci ont tenté pendant plusieurs mois de lui ravir est son bien propre et qui lui revient non par l'effet d'une usurpation, mais par naturelle destination [...]. Le marché de Paris n'est pas disposé à sombrer dans les excès qui ont caractérisé les marchés de province pendant la période où ils ont bénéficié d'un monopole abusif » [161]. Dès la réouverture partielle de la Bourse de Paris le 19 mars 1941, 465 actions ont donné lieu à des transactions [162]. Enfin, les négociations sur les valeurs étrangères cotées jusqu'en juin 1940 sont de nouveau autorisées à la Bourse de Paris, à partir du 10 octobre 1944 [163]. Sont toutefois exclues des négociations, certaines valeurs belges et tchécoslovaques.

Le sort de la Coulisse est, quant à lui, quelque peu différent. Outre le fait de négocier une part non négligeable de valeurs étrangères, les maisons de banque ont été durement frappées par l'instauration des lois raciales. La Coulisse ne rouvre qu'en 1942, sous une forme épurée : organisés sous le nom de « courtiers en valeurs mobilières », les coulissiers ne sont désormais que 40 et leur organisation proche de celle de la CAC de Paris (loi du 14 février 1942 [164]). La

156. AN, AJ42/832, Note sur la fermeture de la Bourse de Paris, septembre 1940.
157. CAEF, CAC Paris, PV AG, 7 octobre 1940.
158. Le marché lyonnais est à cette époque réputé produire les prix authentiques et officiels en France : « ces faits [c'est-à-dire le développement du marché noir] n'échappaient pas à la Compagnie des agents de change [de Paris]. Pour limiter les empiétements du marché noir des actions, elle autorisa les agents de change à traiter nombre d'entre elles entre charges, sous le contrôle d'un adjoint de service, à des cours reproduisant ceux de Lyon » (Colling 1949, p. 394).
159. CAEF, CAC Paris, PV AG, 22 décembre 1941.
160. Publication au *JO* du 5 mars 1941. Ces deux mesures – limitation des dividendes versés et obligation de nominativité ou de dépôt chez un intermédiaire des actions de sociétés – sont prises dans le but de limiter l'attrait pour les valeurs à revenu variable. Les articles de loi sur la nominativité des titres sont ensuite amendés par les lois du 8 mars 1942 et du 3 février 1943 qui la nominativité des titres à l'ensemble des actions déjà émises ou à émettre. La chronologie complète est disponible ici : AN, AJ40/832, ministère de l'Économie Nationale des Finances, « Dispositions relatives aux actions nominatives et à la forme des actions », note non datée.
161. « La cotation des actions à la Bourse de Paris », *Journal de la Bourse*, samedi 15 mars 1941. Il faut toutefois signaler que le *Journal de la Bourse* manifeste de « bonnes dispositions » envers les forces d'occupation et n'est, au contraire, pas autorisé à paraître en zone non occupée avant janvier 1942 (Ronsin 2003, p. 249-251).
162. AN, AJ42/832, Militärbefehlshaber in Frankreich, « Vermerk über die Wiedereröffnung des Aktienmarktes », 19 mars 1941.
163. Avis n°21180 et 21234, *Décisions et Avis de la Chambre syndicale* de la Chambre syndicale de la Bourse de Paris.
164. Publiée au *JO* du 15 février 1942.

réorganisation de la Coulisse affecte négativement le sort de la Bourse de Lyon. En effet, si officiellement les courtiers en valeurs mobilières disposent désormais d'un monopole sur l'ensemble des titres non cotés sur l'un des marchés officiels et ne peuvent échanger ceux admis au Parquet, ils développent dès leur création un segment « hors-cote » sur lequel ils négocient les valeurs admises en province en général et à Lyon en particulier [165]. Il s'agit là d'une « grave atteinte au privilège des agents de change de province », selon les termes mêmes du Syndic de la CAC de Paris [166] (Desaché 1943, p. 160).

6.6 Conclusion

L'apport de cet article est triple. Tout d'abord, nous fournissons, pour la première fois à notre connaissance, un aperçu de l'activité des bourses régionales à la veille des deux conflits mondiaux et en particulier au cours de la décennie 1930. Après les déboires financiers de ces années, elles perdent une large part de leur autonomie et vivent essentiellement des remises que leur accordent les intermédiaires parisiens. Nous montrons, ensuite, que la situation du marché financier français au cours de la Première Guerre mondiale diffère radicalement de celle de la Seconde Guerre mondiale. Entre juillet 1914 et septembre 1915, il est totalement gelé du fait des moratoires monétaires et financiers, notamment de la prorogation des opérations à terme à échéance fin juillet 1914. Au cours de la (courte) fermeture de la Bourse de Paris entre septembre et décembre 1914, les bourses régionales ne jouent aucun rôle majeur à l'échelle nationale et n'apparaissent pas comme des substituts au marché dominant. En revanche, au cours de la Seconde Guerre mondiale, dans un contexte macrofinancier totalement différent, la partition du territoire et les restrictions sur les négociations de titres à Paris génèrent de l'hétérogénéité entre les marchés et permet à la Bourse de Lyon de prendre une importance inédite dans l'histoire contemporaine française. Elle constitue alors un substitut crédible à la Bourse de Paris. Au-delà du cas particulier du marché financier français, l'épisode de la Seconde Guerre mondiale montre que l'issue de la concurrence entre les bourses est fortement influencée par le cadre législatif. Le troisième apport de cet article, enfin, est d'ordre méthodologique. L'IOB, créé en 1893, subsiste jusqu'en 2008 [167]. En adoptant une méthodologie similaire à celle présentée dans cet article, il est donc possible à partir de la comptabilité des CAC et à partir de 1942 de la Chambre des courtiers [168] de reconstituer finement l'évolution de l'activité boursière sur ces

165. CAEF, CAC Paris, PV AG, 18 décembre 1944.

166. Ce constat est d'ailleurs confirmé quelques années par le Comité des Bourses de Valeurs lui-même : « L'exercice de cette faculté [admission à la cote des Courtiers en valeurs mobilières des titres officiellement négociés en province] tend à centraliser progressivement à Paris la négociation des valeurs et à priver d'aliment les marchés provinciaux où elles se traitaient à l'origine » (CAEF, CBV, 16 décembre 1957).

167. L'article 11 de la loi de finances pour 2008 (loi n° 2007-1822 du 24 décembre 2007) abroge les articles 978 à 985 du Code Général des Impôts définissant la portée de l'IOB. Sur les conséquences de cette abrogation, voir Capelle-Blancard (2016).

168. Les Archives Départementales du Rhône conservent les Grands Livres de la CAC de Lyon jusqu'en 1956 (CAC Lyon, 161 J 52–57). La période de 1957 à 1965 peut être comblée grâce au recours au Journal (CAC Lyon, 161 J 84–85). Les Grands Livres de la CAC de Paris sont disponibles au CAEF jusqu'en 1950. De la même manière que la Bourse de Lyon, il est possible de compléter les lacunes jusqu'en 1972 par l'usage du Journal (CAC Paris, B-66173 à B-66184). Le CAEF conserve également les registres comptables de la Chambre des courtiers pour la période 1942–1961 (CAC Paris, B-68729 et B-68730).

trois places financières à partir des montants d'IOB versés. Nul doute que cette méthode peut éclairer avantageusement d'autres épisodes de l'histoire financière française, comme l'absorption de la Coulisse par la CAC de Paris en 1961 ou encore la fusion des CAC avec la création de la Compagnie Nationale des Agents de Change en 1967 [169, 170].

Quelles sont les conséquences à plus long terme de la Seconde Guerre mondiale pour les bourses régionales ? Comme nous l'avons vu, dès juin 1945, la part de marché de la Bourse de Lyon passe en dessous de 10%. Les chiffres annuels d'IOB pour l'ensemble des places financières françaises présentés dans le graphique 6.11 montrent le rôle de plus en plus marginal joué par les bourses de province dans les années suivantes, dont le nombre d'agents de change ne cesse de diminuer [171]. Après la mise en place de la règle d'unicité des cotations en 1962, le marché financier français est plus centralisé que jamais : la place financière parisienne, dans son ensemble, représente 98% de l'activité boursière, au milieu des années 1960 (Orsingher 1964). La Seconde Guerre mondiale apparaît donc comme une éclipse pour les bourses régionales, qui retournent rapidement à un état d'après-guerre, c'est-à-dire une situation « difficilement viable » [172]. Toutefois, le cas exceptionnel de la Deuxième Guerre mondiale influence très certainement l'organisation boursière de la France au cours des décennies 1950 et 1960. Tout d'abord, un représentant des bourses régionales – le plus souvent, le Syndic de la CAC de Lyon – siège au Comité des Bourses de Valeurs, créé en 1942 et chargé d'organiser le marché financier français. Il tente, ainsi, certes avec un succès très relatif, de stimuler l'activité locale, notamment en essayant d'orienter les admissions de titres en province. En outre, l'unification des bourses françaises a lieu plusieurs années après la fin de la Seconde Guerre mondiale, alors que, comme nous l'avons vu, tous les éléments favorables étaient présents à la fin des années 1930. Ce délai temporel s'explique sans doute par le rôle joué par les bourses régionales, et notamment la Bourse de Lyon au cours du conflit. Par exemple, dans un rapport du Conseil économique et social, chargé de penser le futur du marché financier français, G. Lutfalla signale : « il est juste de rappeler que, en 1940, les bourses de Lyon et de Marseille ont assuré le service tandis que la Bourse de Paris avait cessé toute activité » avant de conclure : « il y a donc lieu de préserver les bourses existantes en raison du rôle qu'elle doivent assumer demain dans le renouveau économique régionale » (Lutfalla 1960, p. 64).

La trajectoire des marchés boursiers parisiens et lyonnais au cours de la Seconde Guerre mondiale peut également nous permettre d'envisager la problématique de la localisation des activités financières, particulièrement d'actualité depuis le début de la procédure de retrait du Royaume-Uni de l'Union Européenne (*Brexit*) (Armour 2017). Le transfert d'un centre financier dominant est un évènement relativement rare, que ce soit à l'échelle nationale, comme en

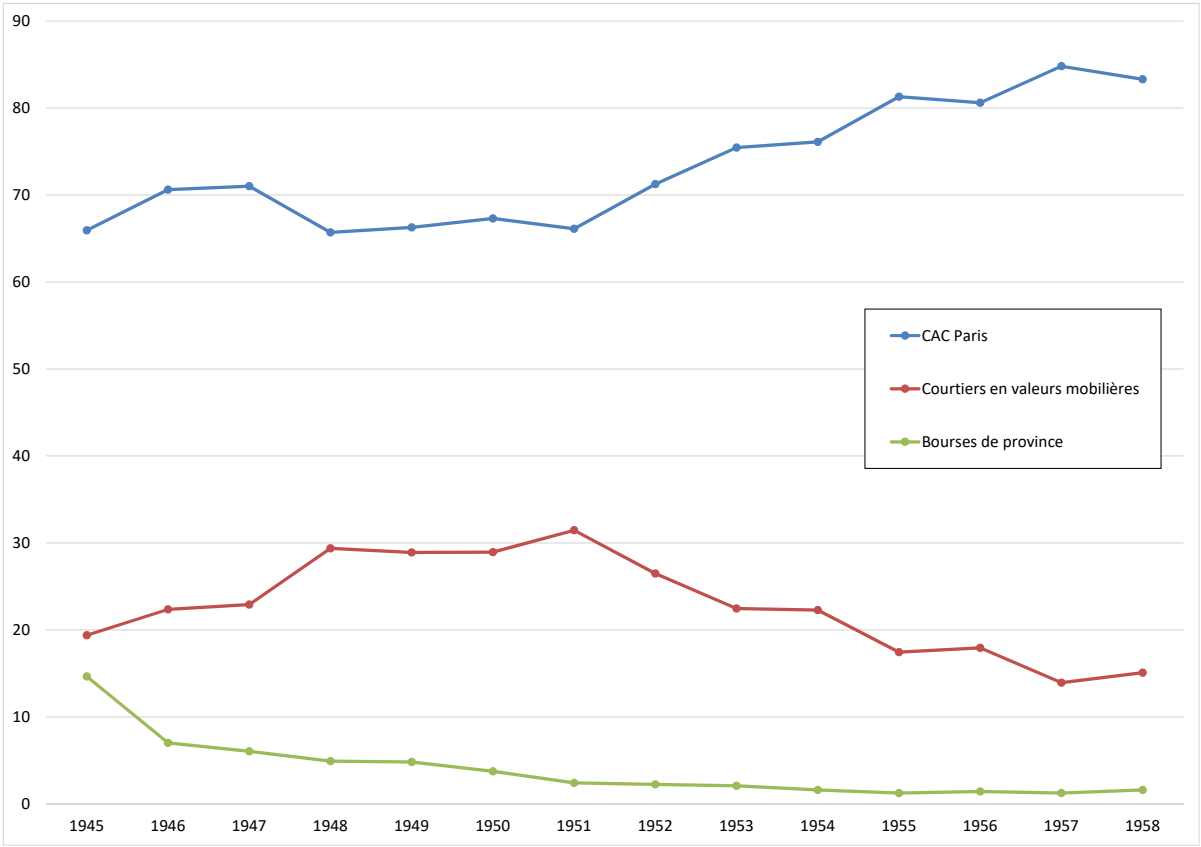
169. Loi du 28 décembre 1966, suivie du décret d'application du 30 mars 1967 (voir Compagnie des Agents de Change de Paris (1968)).

170. Pour deux visions de contemporains sur l'unification du marché financier français, voir deux témoignages, le premier critique d'un agent de change de Marseille (Sitri 1979), le second plus favorable, de X. Dupont, agent de change de Paris et Syndic de la CAC entre 1984 et 1988 (Dupont 2002).

171. Au moment de l'entrée en vigueur de la règle d'unicité de cotation en janvier 1962 (décret du 30 octobre 1961), la CAC de Lyon ne comporte plus que 11 membres. Dans les années 1950, certaines charges sont supprimées sans que le titulaire ne fasse l'objet d'une indemnisation.

172. CAEF, CBV, PV Deuxième séance officieuse, 8 septembre 1942.

FIGURE 6.11 – Impôt sur les opérations de bourse (part en %) – Comparatif national, 1945–1958



Sources : Moreau-Néret (1957, p. 623) et Limouzineau (1960, p. 476–477).
Notes : Les Courtiers en valeurs mobilières sont issus de la réorganisation de la Coulisse en 1942. Les bourses de province comprennent : Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy, Nantes et Toulouse. Les taux d'IOB sont régulièrement modifiés entre 1945 et 1958. Le marché à terme, dont les opérations sont moins taxées suite à la loi du 20 juillet 1949, rouvre le 27 juin 1949 à la Bourse de Paris et le 22 avril 1950 à Lyon, seule place régionale à se voir accorder ce droit (Moreau-Néret (1957, p. 623) et ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1952).

France où Paris règne sans discontinuité depuis le début du XVIIIe siècle, ou internationale. Cassis (2018) note ainsi que la crise de 2008 n'a pas entraîné de changement dans la hiérarchie mondiale des centres financiers. Outre l'effet de la concurrence entre bourses, qui agit comme une force centrifuge et tend à mener à une plus grande concentration de l'activité, le courant de la nouvelle géographie économique met en avant les effets de *lock-in* ou de *path dependency* liés notamment à la formation de *clusters* (voir par exemple Ottaviano & Thisse (2001, p. 117)). Cela contribue à expliquer pourquoi la hiérarchie des places financières demeure relativement stable. Le cas français de la Seconde Guerre mondiale est à l'opposé de ces théories contemporaines. La fermeture de la Bourse de Paris, choc exogène, n'a qu'un effet temporaire : la relocalisation rapide de l'activité financière à Paris invite à penser le rôle des anticipations des agents économiques et des institutions politiques, dans la mesure où, comme nous l'avons mentionné dans cet article, le déménagement du monde financier – agents de change et leurs employés, établissements bancaires, etc. – est largement considéré comme temporaire et où le pouvoir demeure centralisé à Paris.

Annexe

6.A Quel est l'impact d'un changement de taux d'IOB ?

Dans cet article, nous avons présenté les montants versés au Trésor par les Bourses de Paris et de Lyon. Or ces montants ne fournissent qu'une vision approximative des volumes boursiers. En effet, le taux d'imposition varie selon la nature des titres et au cours du temps. Ainsi, en juillet 1914, le taux d'impôt pour les valeurs hors rente française passe de 0.1 pour 1000 à 0.15 pour 1000. De manière à étudier l'impact d'un tel changement, nous avons tenté de reconstituer le volume des transactions, à Lyon et à Paris pour la période 1913–1918. Pour cela, nous avons eu recours à deux hypothèses concernant la répartition des échanges. La première hypothèse repose sur les données fournies par la CAC de Paris au ministère des Finances [173]. Nous disposons ainsi pour l'année 1906 (uniquement) de la répartition des transactions à la Bourse de Paris, obtenue après dépouillement de la comptabilité de 12 agents de change. Il résulte de cette étude que près de 9,9% des opérations boursières portent sur la rente française (voir le tableau 6.A.1 pour le détail du calcul).

Table 6.A.1 – Montant des transactions à la Bourse de Paris en 1906

	Comptant	Terme	Total	Part		
				Comptant	Terme	Total
Rente française	2 386	2 740	5 126	12,7	8,3	9,9
Autres titres	16 410	30 174	46 584	87,3	91,7	90,1
Dont :						
Valeurs françaises	7 675	6 949	14 624			
Obligations étrangères	6 298	8 388	14 686			
Autres titres étrangers	2 437	14 837	17 274			
Total	18 796	32 914	51 710			

Sources : CAEF, B-64877.
Notes : Les montants sont exprimés en millions de francs courants. Les trois premières colonnes sont directement issues des données d'archives. Nous calculons dans les colonnes suivantes la part de la rente française selon le type d'opération : elle varie entre 8,3% pour les opérations à terme et 12,7% pour les opérations au comptant. Étant donné que les opérations à terme sont possibles avant août 1914, nous retenons comme hypothèse de travail, le chiffre de 9,9%, correspondant à la part de la rente française dans les transactions totales en 1906. Dans un souci de simplification, les opérations de report sont ici ignorées.

La deuxième hypothèse repose sur un article de René Pupin [174]. Selon lui, la rente française

173. CAEF, B-64877. Hautcœur (1994, p. 357–362) a également recours à cette hypothèse.
174. « L'impôt sur les opérations de Bourse », *L'Information*, 9 novembre 1919.

représente 20 à 25% des négociations totales en Bourse. Nous retenons ici arbitrairement le chiffre de 20%. Une fois ces deux hypothèses posées, il est possible de calculer le montant total des transactions au comptant et à terme. En effet,

$$\text{IOB} = 2 \times \text{Vol rente fr} \times \text{Taux IOB rente fr} + 2 \times \text{Vol autres} \times \text{Taux IOB autres}$$

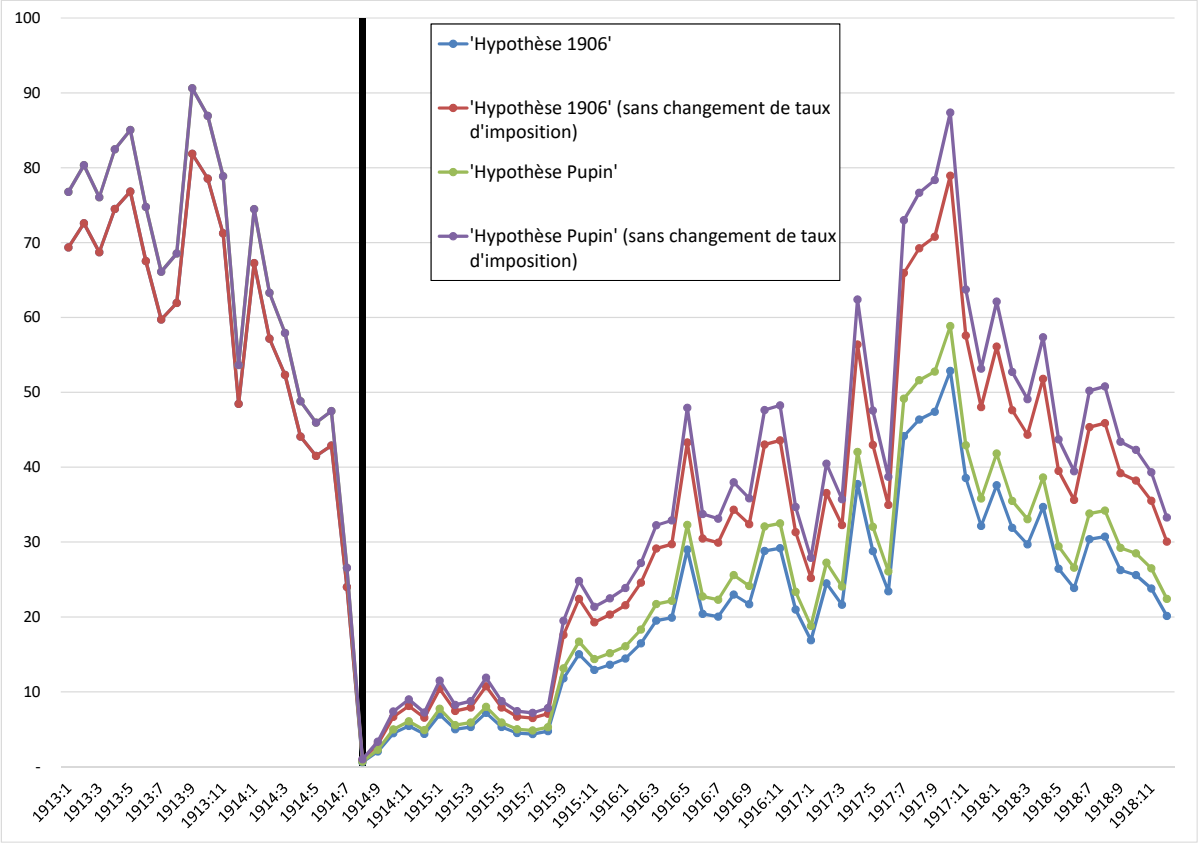
$$\Leftrightarrow \text{Volume tot} = \text{IOB}/\left(2 \times \alpha \times \text{Taux IOB rente fr} + 2 \times \beta \times \text{Taux IOB autres}\right)$$

où α et β représentent respectivement la part de la rente française et des autres titres dans les transactions au comptant et à terme :

$$\text{Volume tot} = \alpha \times \text{Vol rente fr} + \beta \times \text{Vol autres}$$

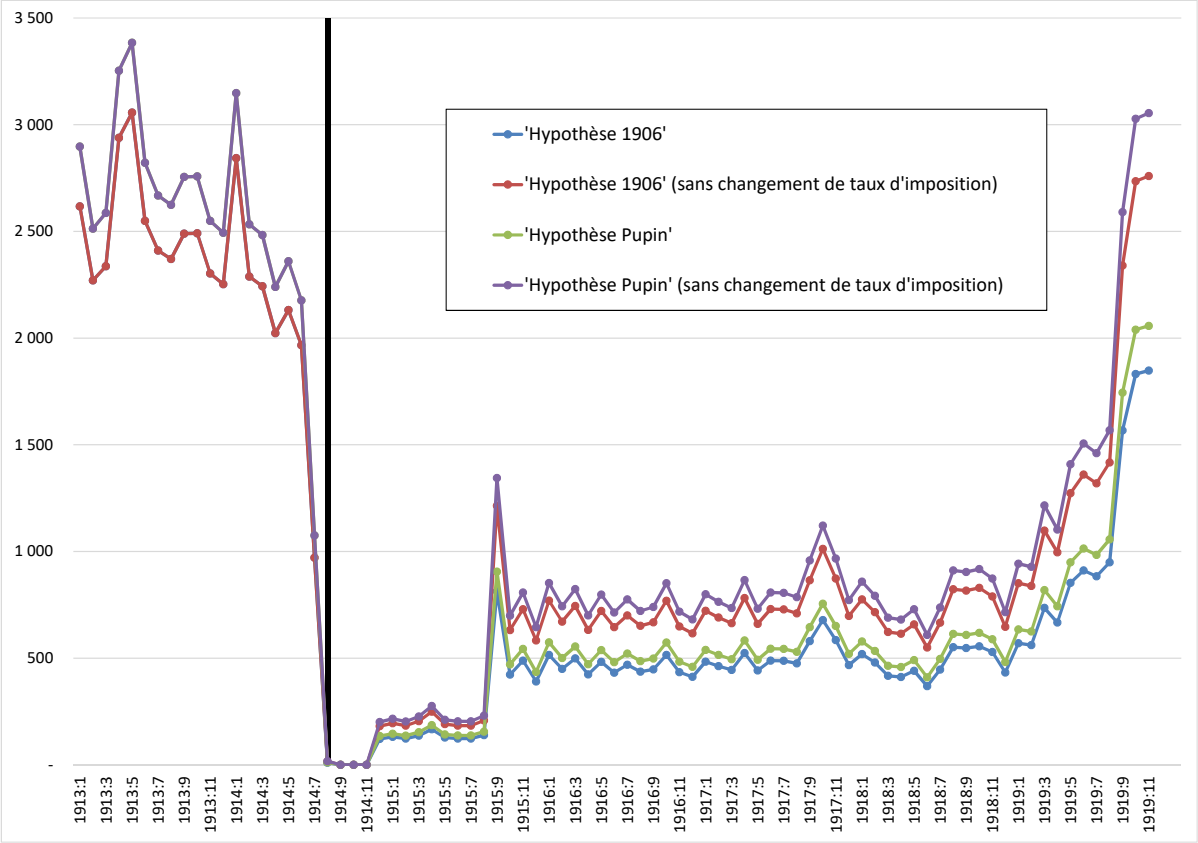
Les graphiques 6.A.1 et 6.A.2 présentent ainsi une estimation du montant total des transactions au comptant et à terme à Paris et Lyon au cours de la période 1913–1918 à partir de nos deux hypothèses ($\alpha = 9,9$ et $\alpha = 20$). Nous obtenons quatre séries de données : deux pour chaque hypothèse. En effet, deux séries, « Hypothèse 1906 (sans changement de taux d'imposition) » et « Hypothèse Pupin (sans changement de taux d'imposition) », sont construites en ignorant le changement de taux en juillet 1914. Elles conduisent donc à surestimer les volumes d'échanges boursiers. Les deux autres séries, « Hypothèse 1906 » et « Hypothèse Pupin », prennent en compte le changement du taux d'imposition. Le constat principal de cet exercice est que, bien que nous surestimons les volumes échangés en ne prenant pas en compte le changement de taux d'IOB de juillet 1914, cela n'a que peu d'incidence sur nos conclusions. Tout d'abord, la chute de l'activité suite au déclenchement de la Première Guerre mondiale est telle qu'elle reste évidente malgré cette surestimation. D'autre part, seul un décalage chronologique apparaît pour le cas de la Bourse de Lyon. Si l'on ne corrige pas pour le changement de taux de juillet 1914, l'activité semble revenir, en nominal, aux valeurs de mai 1915 au cours de la seconde moitié de l'année 1916, alors que le graphique 6.A.1 montre que le rattrapage a lieu plus exactement au cours du printemps 1917. Ce décalage temporel est certes important, mais ne modifie pas radicalement les conclusions présentées dans cet article.

FIGURE 6.A.1 – Estimations du montant total des transactions au comptant et à terme – Bourse de Lyon, Première Guerre mondiale



Sources : Voir texte.
Notes : Les estimations du montant total des transactions sont exprimées en millions de francs courants. Les deux séries, « Hypothèse 1906 (sans changement de taux d'imposition) » et « Hypothèse Pupin (sans changement de taux d'imposition) », sont construites en posant l'hypothèse que respectivement 9,9% et 20% des opérations boursières portent sur la rente française et en ignorant le changement de taux d'IOB en juillet 1914. Les deux autres séries « Hypothèse 1906 » et « Hypothèse Pupin » reposent sur les mêmes hypothèses mais prennent en compte le changement de taux d'IOB en juillet 1914.

FIGURE 6.A.2 – Estimations du montant total des transactions au comptant et à terme – Bourse de Paris, Première Guerre mondiale



Sources : Voir texte.
Notes : Les estimations du montant total des transactions sont exprimées en millions de francs courants. Les deux séries, « Hypothèse 1906 (sans changement de taux d'imposition) » et « Hypothèse Pupin (sans changement de taux d'imposition) », sont construites en posant l'hypothèse que respectivement 9,9% et 20% des opérations boursières portent sur la rente française et en ignorant le changement de taux d'IOB en juillet 1914. Les deux autres séries « Hypothèse 1906 » et « Hypothèse Pupin » reposent sur les mêmes hypothèses mais prennent en compte le changement de taux d'IOB en juillet 1914.

6.B Tests de rupture structurelle

TABLE 6.B.1 – Test de rupture structurelle, Première Guerre mondiale

Paramètres						
Variable dépendante : Part Lyon		Échantillon : 15/01/1913–31/12/1919		Observations : 168		
$z_t = 1$	$q = 1$	$p = 0$	$h = 16$	$\varepsilon = 0.1$	$M = 8$	
Tests						
$SupF_T(1)$	$SupF_T(2)$	$SupF_T(3)$	$SupF_T(4)$	$SupF_T(5)$	$UDmax$	$WDmax$
0.02	45.95^*	37.02^*	45.37^*	43.03^*	45.95^*	72.92^*

Notes : Nous suivons la procédure décrite par Bai & Perron (2003). En particulier, les statistiques de test $SupF_T$ sont calculées de telle sorte à permettre la corrélation et/ou l'hétéroscédasticité dans les résidus. La matrice de covariance asymptotique est construite selon les méthodes proposées par Andrews (1991) et Andrews & Monahan (1992). Enfin, $*$ désigne une significativité à 5%.

Une estimation avec $h = 25$, $\varepsilon = 0.15$ et $M = 5$, non reproduite ici, fournit de résultats en tout point comparable. En particulier, la statistique $SupF_T(1)$ n'est pas significative au seuil de 5%, ce qui nous amène à accepter l'hypothèse nulle, H_0 : le modèle ne comporte pas de rupture, contre l'hypothèse alternative, H_a : le modèle comporte une rupture.

L'estimation a été réalisée avec le logiciel Gauss à partir du code disponible sur la page de Pierre Perron : `http://people.bu.edu/perron/code/m-Break.zip` (consultée le 31 janvier 2018).

TABLE 6.B.2 – Test de rupture structurelle, Deuxième Guerre mondiale

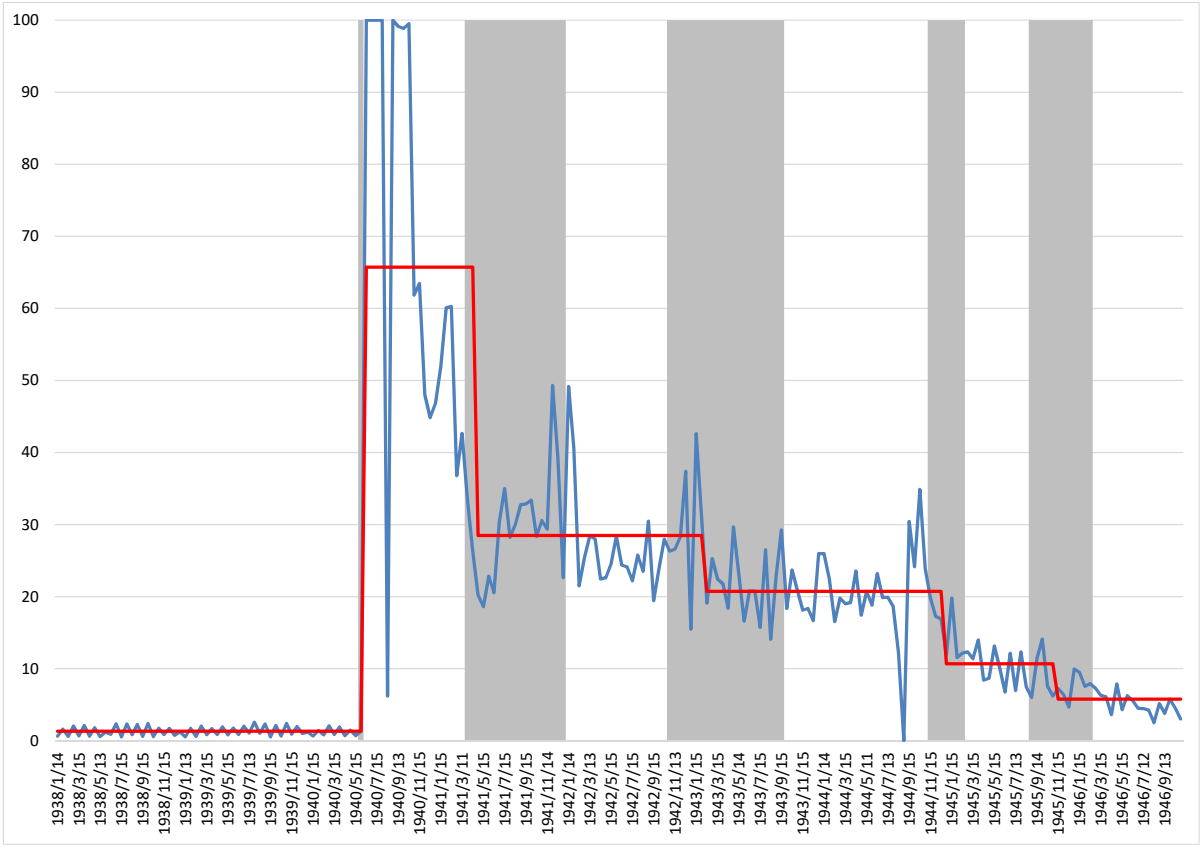
Paramètres					
Variable dépendante : Part Lyon		Échantillon : 14/01/1938–30/10/1946		Observations : 212	
$z_t = 1$	$q = 1$	$p = 0$	$h = 21$	$\varepsilon = 0.1$	$M = 8$
Tests (a)					
$SupF_T(1)$	$SupF_T(2)$	$SupF_T(3)$	$SupF_T(4)$	$SupF_T(5)$	$SupF_T(6)$
57.2^*	72.7^*	175.5^*	248.9^*	236.1^*	273.8^*
$SupF_T(7)$	$SupF_T(8)$	$UDmax$	$WDmax$		
289.5^*	252.5^*	289.5^*	641.8		
$SupF(2\|1)$	$SupF(3\|2)$	$SupF(4\|3)$	$SupF(5\|4)$	$SupF(6\|5)$	$SupF(7\|6)$
22.8^*	135.0^*	24.0^*	18.2^*	2.3	1.7
Estimations avec cinq ruptures (b)					
$\hat{\delta}_1$	$\hat{\delta}_2$	$\hat{\delta}_3$	$\hat{\delta}_4$	$\hat{\delta}_5$	$\hat{\delta}_6$
1.32	65.73	28.49	20.73	10.69	5.78
(0.05)	(9.57)	(1.32)	(0.85)	(0.79)	(0.57)
Ruptures structurelles (c)					
Breaks :	$\hat{T}_1$	$\hat{T}_2$	$\hat{T}_3$	$\hat{T}_4$	$\hat{T}_5$
	30/05/1940	15/04/1941	29/01/1943	15/12/1944	31/10/1945
IC (BP) :	(30/05/1940-30/05/1940)	(31/03/1941-31/12/1941)	(30/12/1942-15/09/1943)	(15/11/1944-15/02/1945)	(31/08/1945-15/02/1946)
IC (EM) :	6	6	33	13	4

Notes : (a) Nous suivons la procédure décrite par Bai & Perron (2003). En particulier, les statistiques de test $SupF_T$ sont calculées de telle sorte à permettre la corrélation et/ou l'hétéroscédasticité dans les résidus. La matrice de covariance asymptotique est construite selon les méthodes proposées par Andrews (1991) et Andrews & Monahan (1992). Enfin, $*$ désigne une significativité à 5%.

(b) et (c) Par convention, la date de la rupture structurelle désigne la dernière quinzaine du régime précédent. Entre parenthèses figurent les écarts types robustes pour $\hat{\delta}_i$ $(i = 1, \cdots, 5)$, ainsi que IC (BP), les intervalles de confiance à 95% pour T_i $(i = 1, \cdots, 5)$ estimés à partir de la méthode de Bai & Perron (2003). La ligne "IC (EM)" désigne la longueur de l'intervalle de confiance estimée en utilisant le rapport de vraisemblance inversée (*inverted likehood ratio*) comme dans Eo & Morley (2015).

Les estimations ont été réalisées avec le logiciel Gauss à partir des codes disponibles sur les pages de Pierre Perron (`http://people.bu.edu/perron/code/m-Break.zip`, consultée le 31 janvier 2018) et de James Morley (`https://sites.google.com/site/jamescmorley/research/code`, consultée le 31 janvier 2018).

FIGURE 6.B.1 – Ruptures structurelles, série Part de marché de Lyon, Seconde Guerre mondiale



Notes : La courbe bleue représente l'évolution de la part de marché de la Bourse de Lyon, alors que la courbe rouge correspond à la moyenne de cette part de marché sur chaque segment identifié par l'analyse des ruptures structurelles. Les zones grises correspondent aux intervalles de confiance des dates de rupture estimés à partir de la méthode décrite par Bai & Perron (2003). Voir la table 6.B.2 pour le détail des calculs.

6.C Existait-il une alternative aux places parisienne et lyonnaise au cours de la Première Guerre mondiale ?

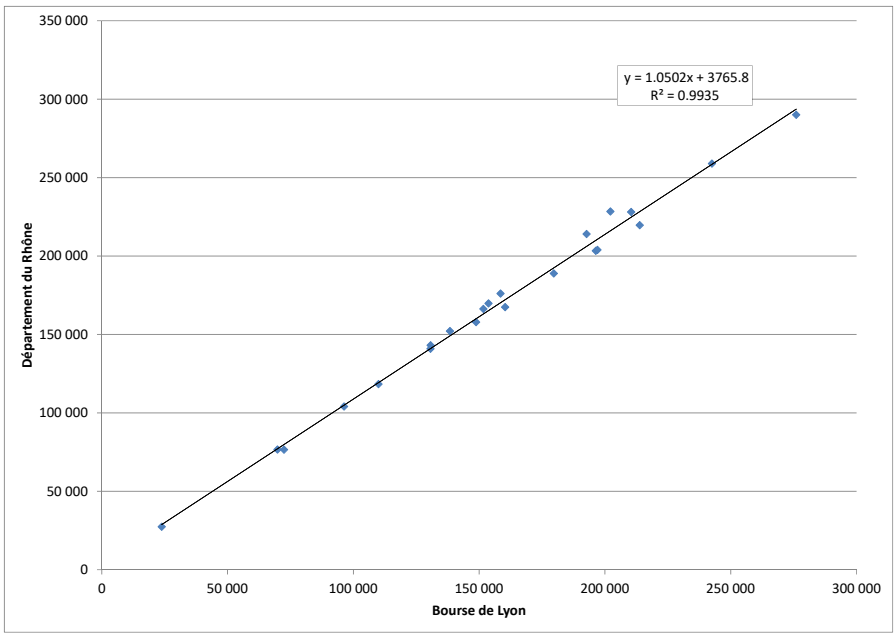
Dans cet article, nous avons montré que la Bourse de Lyon ne parvient pas au cours de la Première Guerre mondiale à jouer un rôle de substitut à la place parisienne. Afin de pouvoir tirer des conclusions concernant le rôle des marchés régionaux en général, il convient de vérifier qu'aucune autre place de province n'a joué de rôle plus important que la Bourse de Lyon au cours de la Première Guerre mondiale.

Comme nous l'avons souligné, nous ne disposons pas de données équivalentes à celles utilisées pour la Bourse de Lyon pour les places de Bordeaux, Lille, Marseille, Nantes et Toulouse. En revanche, les *Comptes définitifs des recettes* publiés par le ministère des Finances donnent le montant d'IOB versé annuellement dans chaque département [175]. Ce dernier est légèrement supérieur au montant versé par les seuls agents de change. En effet, certaines opérations effectuées par d'autres intermédiaires financiers, comme les notaires, sont soumises à cet impôt. Toutefois, comme le montre l'exemple lyonnais, la corrélation entre le montant versé par la Bourse et le département correspondant est quasi parfaite (graphique 6.C.1).

Le département de la Seine est une exception, dans la mesure où il est le seul département où un groupe important d'agents économiques non membres d'une CAC, à savoir les coulissiers, contribue à l'IOB. Le graphique 6.C.2 donne le montant d'impôt payé par chaque département disposant d'un parquet et le graphique 6.C.3 présente ces mêmes données en fonction du PIB. On peut, tout d'abord, constater la chute drastique du montant d'IOB versé pour l'ensemble des départements en 1914. On assiste, ensuite, à une chute plus sévère de l'activité boursière en 1914 que du PIB, à une exception près : le département de la Gironde, où l'activité chute moins rapidement que le PIB, tout en demeurant relativement faible. Ceci peut s'expliquer par le fait que, à Bordeaux, les difficultés liées au déclenchement du conflit sont compensées par les gains procurés par le déménagement du gouvernement et de la Banque de France au début du mois de septembre 1914 [176]. À partir de 1916, l'activité financière progresse plus rapidement que le PIB. Toutefois, à la fin de la guerre, les ratios IOB versé / PIB restent à des niveaux bien inférieurs à ce qu'ils étaient en 1913. Enfin, la Bourse de Lille disparaît totalement après le mois d'août 1914 par suite de l'occupation allemande. Enfin, ces données montrent que la Bourse de Lyon conserve son rôle dominant au sein des marchés régionaux au cours de la Première Guerre mondiale. Il apparaît donc que la situation vécue par la Bourse de Lyon est loin d'être une exception parmi les bourses régionales.

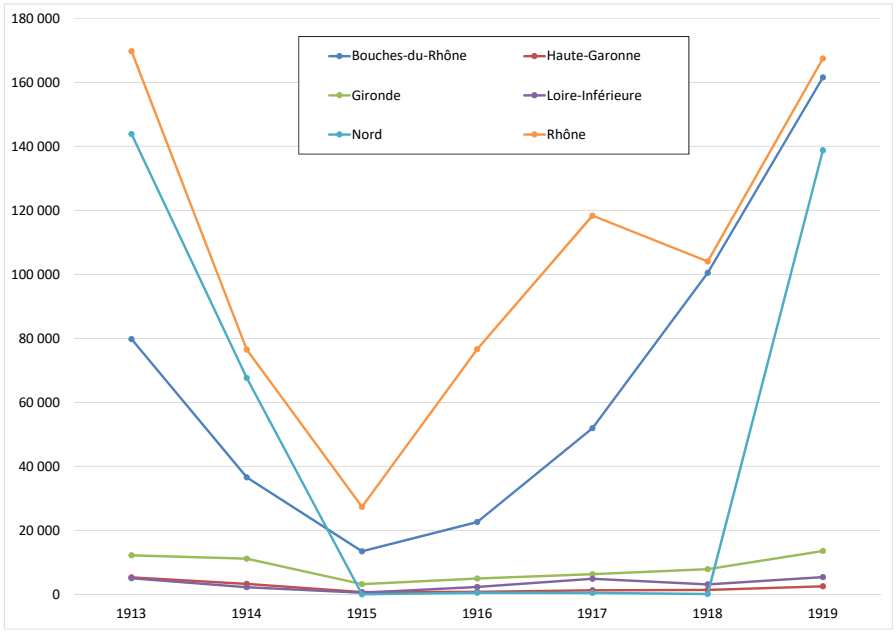
175. À notre connaissance, Straus (1985) a été le premier à utiliser cette source pour étudier les marchés régionaux de valeurs mobilières en procédant à un sondage pour les années 1900, 1905 et 1910.
176. Nous ne disposons malheureusement pas de la comptabilité de la CAC de Bordeaux, ce qui nous aurait permis d'étayer ce phénomène avec davantage de précision.

FIGURE 6.C.1 – IOB versé : Bourse de Lyon *versus* département du Rhône, 1897–1920



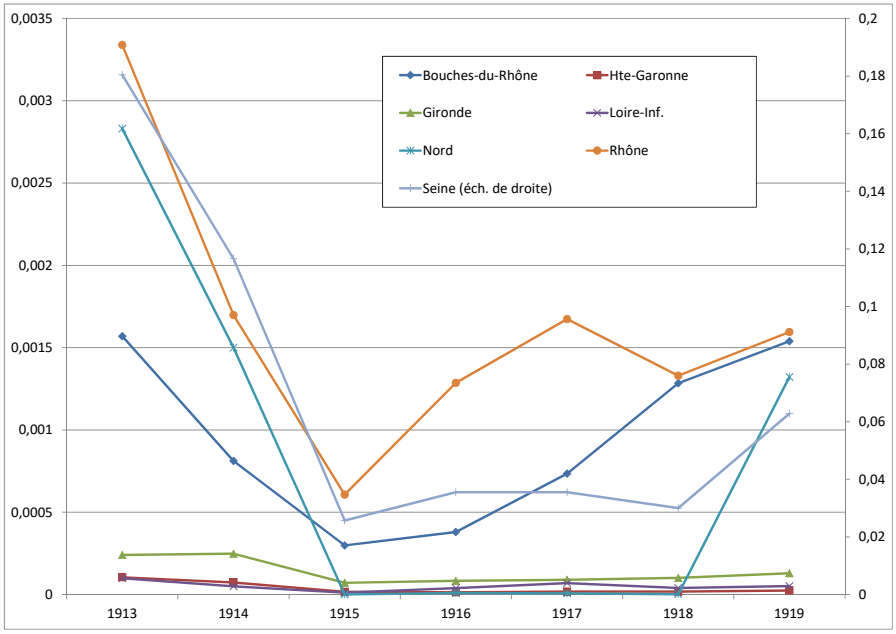
Sources : *Comptes définitifs des recettes* (1897–1918) pour la série « Département du Rhône » ; ADR, CAC Lyon, 161 J 27 à 48 Inventaires, 1897–1918, pour la série « Bourse de Lyon ».
Notes : Les montants sont exprimés en francs courants. L'axe des abscisses donne le montant d'IOB versé par les agents de change de la Bourse de Lyon, tandis que l'axe des ordonnées présente la valeur d'IOB payé par tous les opérateurs exerçant dans le département du Rhône.

FIGURE 6.C.2 – IOB versé par les départements disposant d'une bourse, 1913–1919



Sources : *Comptes définitifs des recettes* (1913–1919).
Notes : Les montants sont exprimés en francs courants. Seuls les départements disposant d'une bourse avec parquet sont représentés (hors la Seine) : les Bouches-du-Rhône (Marseille), la Gironde (Bordeaux), la Haute-Garonne (Toulouse), la Loire-Inférieure (Nantes), le Nord (Lille) et le Rhône (Lyon).

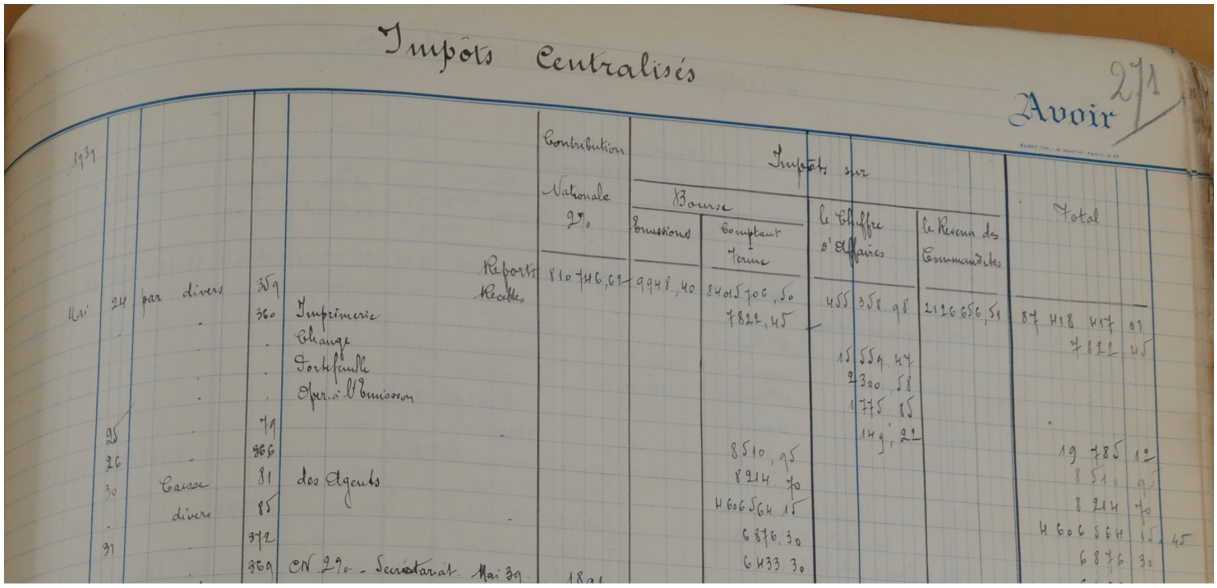
FIGURE 6.C.3 – IOB versé par les départements disposant d'une bourse (en pour mille du PIB), 1913–1919



Sources : *Comptes définitifs des recettes* (1913–1919) et Villa (1997) pour les données de PIB.
Notes : Seuls les départements disposant d'une bourse avec parquet sont représentés : les Bouches-du-Rhône (Marseille), la Gironde (Bordeaux), la Haute-Garonne (Toulouse), la Loire-Inférieure (Nantes), ne Nord (Lille), le Rhône (Lyon) et la Seine (Paris).

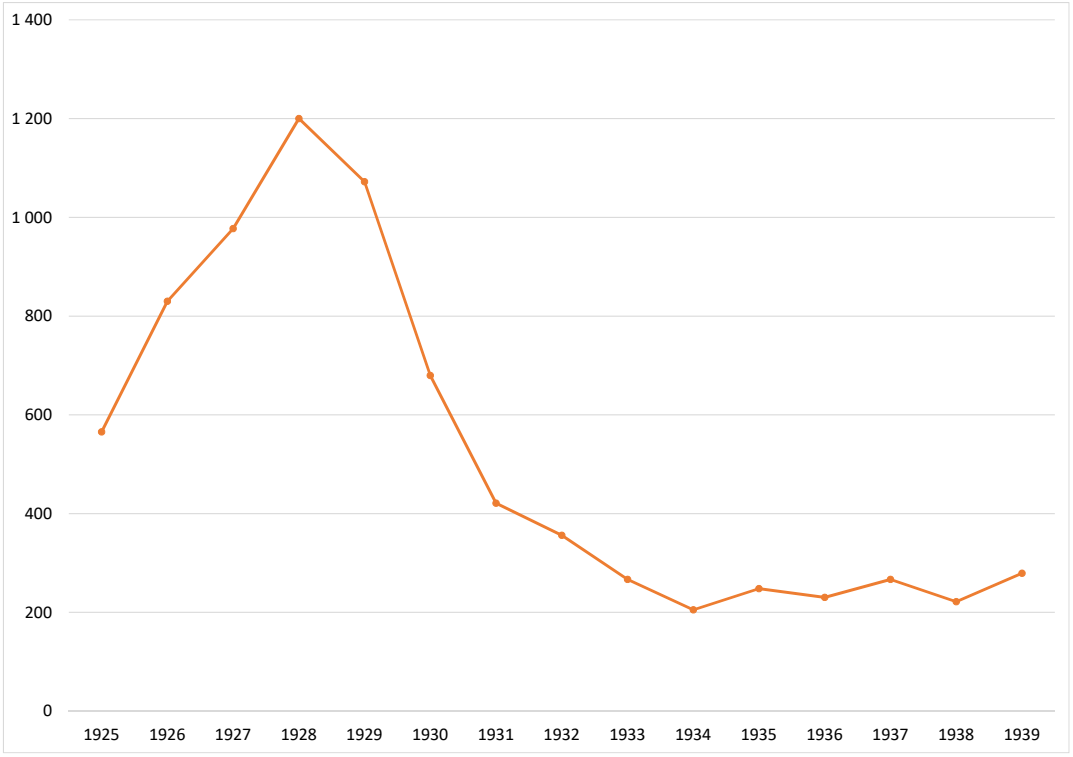
6.D Graphiques additionnels

FIGURE 6.D.1 – Extrait du Grand Livre de la CAC de Paris, mai 1939



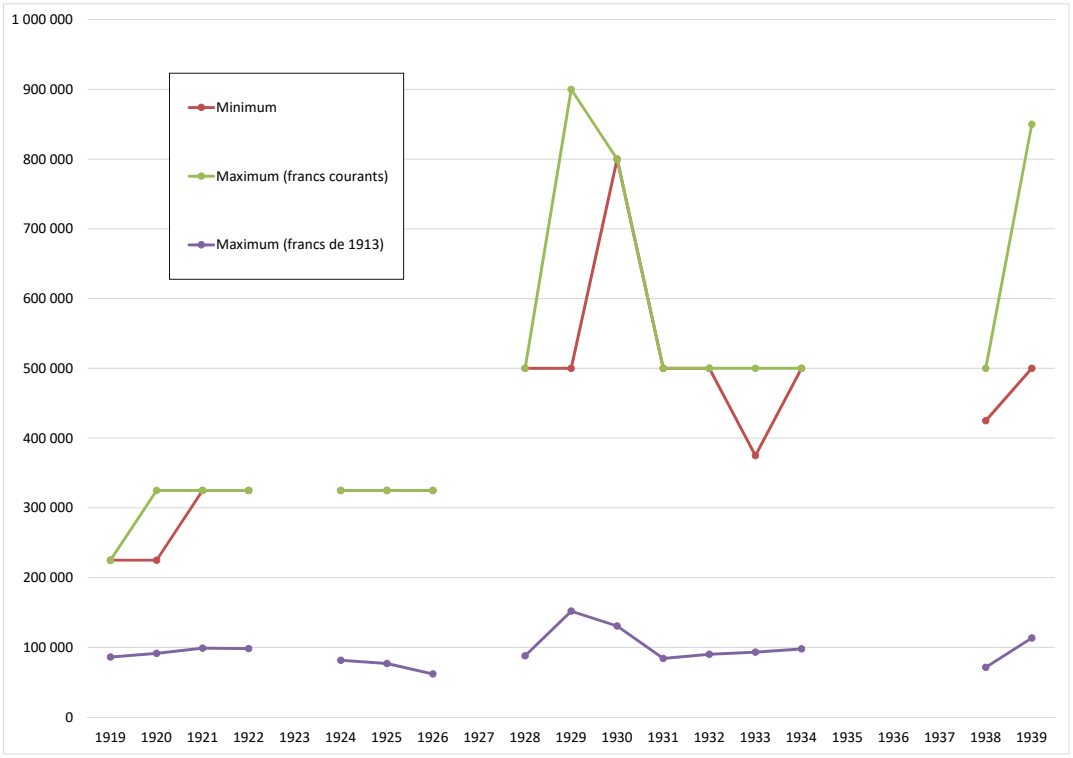
Source : CAEF, CAC Paris, B-65988, Grand Livre 1938–1939, p. 271.
Notes : Les opérations comptabilisées ici couvrent la période du 24 mai au 31 mai 1939 inclus. Les informations nous intéressant figurent dans la huitième colonne : « Impôts de Bourse : Comptant, Terme ».

FIGURE 6.D.2 – Mouvements de la caisse de compensation, Bourse de Marseille, 1925–1939



Sources : CAEF, CAC Marseille, PV AG, 1925–1939.
Notes : Les montants sont exprimés en millions de francs courants.

FIGURE 6.D.3 – Valeur des offices d'agent de change à Lyon, 1919–1939

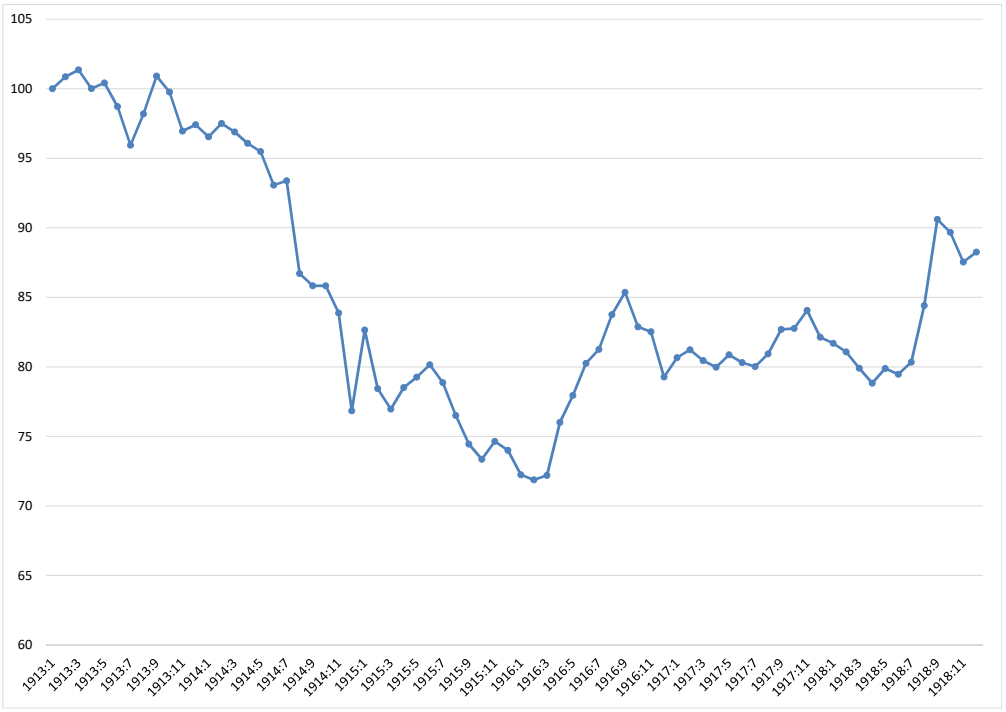


Sources : ADR, CAC Lyon, PV AG, 1920–1939.

FIGURE 6.D.4 – Partition de la France suite à la convention d'armistice de juin 1940

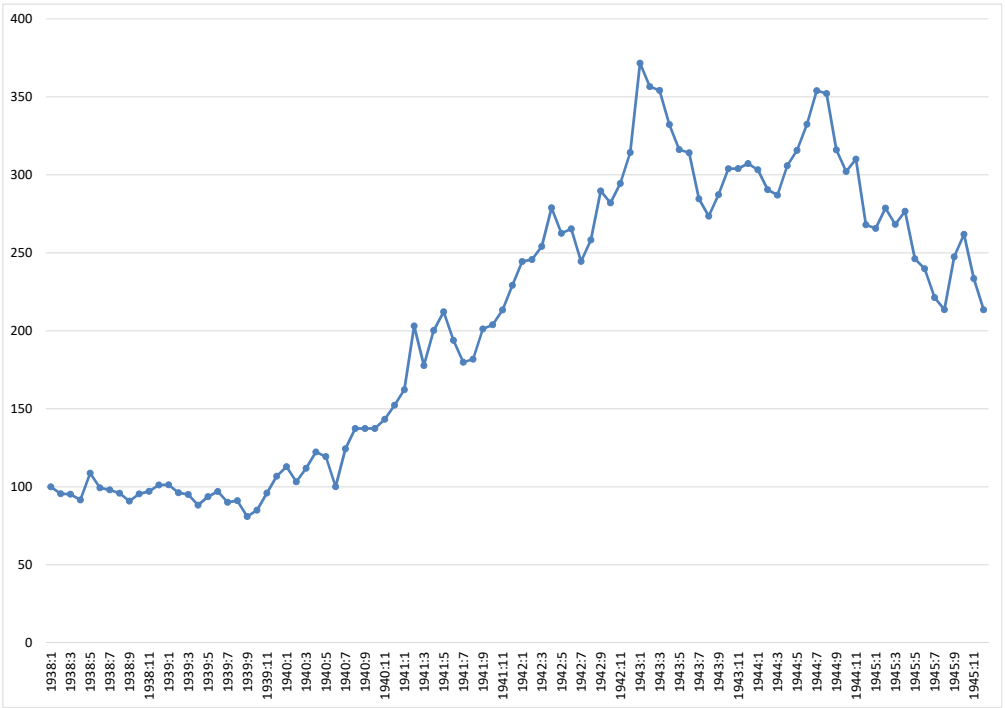
Source : Alary (1998, p. 17).

FIGURE 6.D.5 – Indice boursier, HCAC40, 1913–1918



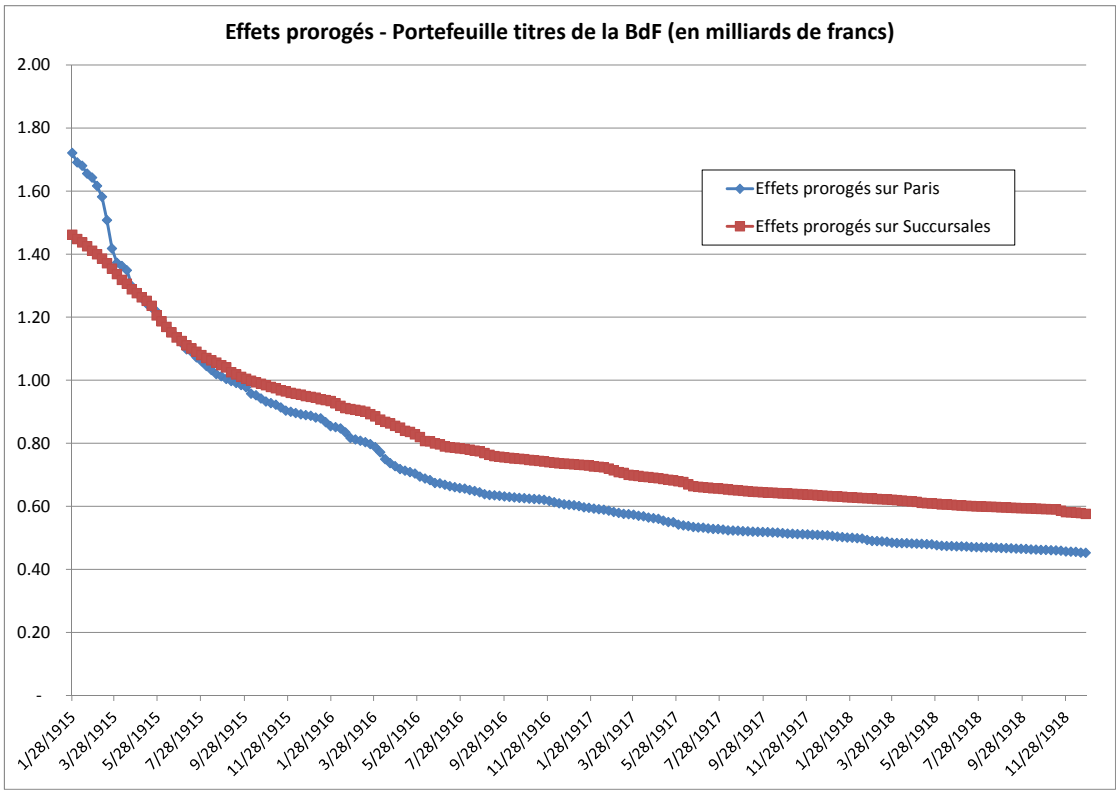
Source : Le Bris & Hautcœur (2010).
Notes : Indice CAC 40 historique construit à partir du cours des quarante plus grosses capitalisations boursières, base 100 en janvier 1913.

FIGURE 6.D.6 – Indice boursier, HCAC40, 1938–1945



Source : Le Bris & Hautcœur (2010).
Notes : Indice CAC 40 historique construit à partir du cours des quarante plus grosses capitalisations boursières, base 100 en janvier 1938.

FIGURE 6.D.7 – Effets prorogés – Portefeuille titres de la Banque de France, 1915–1918



Source : Situation hebdomadaire de la Banque de France, 1878-1974 – Actif – Portefeuille titres. Accessible à l'adresse suivante : https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/histoire/annuaire-historique/situation-hebdomadaire-de-la-banque-de-france-1898-1974/portefeuille-titre.html.
Notes : Les montants sont exprimés en milliards de francs courants.

6.E Table additionnelle

TABLE 6.E.1 – *Spreads* à la Roll (1984), Bourses de Paris, Lyon et Bordeaux, Première Guerre mondiale

	Paris	Lyon	Bordeaux	Paris	Lyon
	1 mai-25 juil. 1914	1 sept.-5 déc. 1914		4 janv.-30 avr. 1915	
Lyon fusion anc. (oblig.)	0,066	0,320	n.a.	0,366	0,166
Communales 1912 tp (oblig.)	0,167	0,864	n.a.	0,617	0,756
Lyon fusion nouv. (oblig.)	0,179	0,277	n.a.	0,046	0,001
Japon 1913 (oblig.)	0,206	n.a.	0,213	0,323	n.a.
Russie 1906 (oblig.)	0,286	0,678	0,494	0,234	0,138
Paris-Lyon-Méditerranée	0,287	n.a.	0,383	0,133	n.a.
Egypte (oblig.)	0,313	n.a.	0,337	0,257	n.a.
3% (oblig.)	0,331	0,730	0,378	0,502	0,468
Russie 4.5% (oblig.)	0,387	0,688	0,523	0,576	0,300
Comptoir d'Escompte de Paris	0,406	n.a.	1,355	0,281	n.a.
Rio Tinto	0,423	0,673	1,267	0,427	n.a.
Paris 1871 (oblig.)	0,424	0,949	0,980	0,707	n.a.
Chemins de fer français (oblig.)	0,444	n.a.	0,480	0,259	n.a.
Russie 1909 (oblig.)	0,457	0,501	0,047	0,093	0,500
Extérieure (oblig.)	0,460	n.a.	0,609	0,200	0,217
Crédit Lyonnais	0,542	1,264	1,343	1,062	1,010
Panama	0,582	2,182	0,736	1,102	0,811
Nord-Donetz 4.5% (oblig.)	*0,156*	*0,139*	*n.a.*	*0,463*	*0,330*
Foncières 1879 (oblig.)	*0,264*	*0,263*	*n.a.*	*0,693*	*0,351*
Communales 1912 (oblig.)	*0,331*	*0,257*	*n.a.*	*0,726*	*0,683*
Paris 1912 (oblig.)	*0,377*	*0,386*	*0,338*	*0,810*	*n.a.*
Paris 1865 (oblig.)	*0,392*	*n.a.*	*0,236*	*0,522*	*n.a.*
Foncières 1909 (oblig.)	*0,464*	*0,334*	*n.a.*	*1,353*	*0,258*
Foncières 1885 (oblig.)	*0,511*	*0,358*	*n.a.*	*0,303*	*0,574*
Paris 1875 (oblig.)	*0,547*	*n.a.*	*0,413*	*0,562*	*n.a.*
3.5% (oblig.)	*0,941*	*0,625*	*0,306*	*0,342*	*0,154*

Sources : Calculs de l'auteur à partir des cours issus du *Cours authentique et officiel de la Bourse de Paris*, de la *Cote officielle de la Compagnie des Agents de change près la Bourse de Lyon* et du *Cours authentique et officiel de la Bourse de Bordeaux*.

Formule : Roll (1984) montre que sous certaines conditions contraignantes (notamment l'efficience informationnelle du marché) le *spread bid-ask* effectif pour un titre peut s'écrire :

$$\text{Spread} = 2\sqrt{-\text{cov}}$$

où cov désigne la covariance estimée des rendements quotidiens du titre.

Notes : « n.a. » signifie qu'il n'a pas été possible de calculer le *spread* pour le titre considéré, soit du fait d'un manque de données, soit à cause d'une covariance négative. Les titres sont des actions, sauf indication contraire. Les lignes en italique renvoient aux titres dont le *spread* estimé est plus faible à Lyon ou à Bordeaux pendant la fermeture de la Bourse de Paris (et donc le titre considéré plus liquide) qu'à Paris avant le déclenchement de la guerre.

Chapitre 7

Conclusion générale

Le but initial de cette thèse était de comprendre l'émergence et le rôle des marchés régionaux de valeurs mobilières au cours du long XIXe siècle dans une démarche comparative. Devant l'ampleur de la tâche à accomplir et la dispersion des sources, nous nous sommes concentrés sur le cas français et, en particulier, lyonnais sans omettre, le plus souvent possible, les autres places régionales. Jusqu'à présent, les études disponibles sur le cas français n'envisageaient dans leur immense majorité que la perspective d'une place en particulier et qu'à de très rares occasions, les relations entre les différentes bourses et les dynamiques entre places centrale et périphériques. Nous renversons ici cette perspective en mobilisant des sources et des méthodes variées et inédites, et en nous appuyant sur les apports de la littérature économique et financière contemporaine sur la concurrence entre places financières.

Au cours de notre travail de thèse, nous avons été amené à collecter et estimer des données quantitatives, portant tant sur le fonctionnement et l'organisation des bourses – valeur des offices d'agent de change et montant d'impôt versé par chaque agent de change –, que sur la matière négociée – capitalisation boursière, nombre de sociétés cotées et bicotées, nombre d'introductions en bourse et, dans une moindre mesure, liquidité –, et sur l'ampleur de l'activité boursière – commission reçue par les agents de change, montant d'impôt versé par chaque place, montant des règlements des opérations au comptant et en liquidation pour le terme. Outre le fait qu'elles permettent de mettre en perspective et de confronter les discours des différents acteurs, ces données comblent un vide dans l'historiographie : jusqu'à présent, les données portant sur les bourses régionales étaient extrêmement rares et reposaient sur des sources secondaires très largement approximatives. Nous avons tâché tout au long de cette recherche de détailler le plus précisément possible les sources que nous avons utilisées, ainsi que les hypothèses posées dans le cas d'estimations, ce qui devrait permettre de prolonger ces séries et/ou de les établir pour d'autres bourses régionales.

Notre travail débute en effet avec le constat suivant : bien qu'officiers ministériels, dotés d'une mission d'intérêt général, les agents de change se livrent une concurrence dont les modalités changent au cours du temps, notamment sous l'effet de l'évolution de la réglementation financière, du développement et de la mise en place de nouvelles technologies de l'information – amélioration des services postaux, télégraphe et téléphone. Les organisations boursières dif-

fèrent grandement, comme nous l'avons montré, de la vision parfois rencontrée dans la littérature économique de marchés au fonctionnement parfaitement huilé et relativement semblable. La province peut, par ailleurs, être considérée comme un ensemble relativement homogène dans son opposition à Paris, siège du marché dominant. Elle se pense d'ailleurs comme telle à de nombreuses reprises, en particulier lorsqu'il s'agit de protester contre des décisions prises à Paris, par le ministère des Finances ou par la Compagnie des agents de change. Cela n'empêche pas les places de province de se concurrencer entre elles, notamment sur les segments de marché délaissés par les deux bourses parisiennes. Étant donnée la faible marge de déviation permise par la législation, qui tend à homogénéiser progressivement les pratiques sur les marchés officiels, cette concurrence s'exerce principalement sur deux composantes : le flux d'émetteurs et donc de la matière négociable et le flux d'ordres boursiers.

Les bourses régionales sont le fruit d'une construction. Organisées dans une forme moderne près d'un demi-siècle après la Bourse de Paris, les places régionales émergent lentement, d'une part, après de longues luttes contre le pouvoir commerçant et un long processus d'émancipation vis-à-vis des autres groupes d'opérateurs au sein des bourses de commerce et, d'autre part, suite d'une part aux négociations sur les rentes publiques dans les années 1830 et sur les actions des chemins de fer nationaux et d'industries typiquement locales dans les années 1840. L'établissement d'un parquet, en permettant aux agents de change de négocier publiquement et à la criée, constitue un tournant pour les bourses régionales, qui sont désormais capables de gérer des négociations conséquentes, notamment, à terme et d'admettre à sa cote des sociétés dotées d'un capital important. Dès lors, la hiérarchie des places boursières est stable en France tout au long de la période 1845–1945 : Lyon domine notamment les autres places régionales en termes de volumes échangés, de nombre de sociétés cotées et de nombre d'introductions en bourse.

Cette apparente stabilité ne doit, cependant, pas occulter les épisodes de crises financières, aux conséquences parfois dramatiques, et les modalités changeantes de la concurrence entre ces bourses. Devant l'accroissement de la pression concurrentielle, ces dernières ne cessent en effet de développer des politiques de différenciation afin de conserver une activité propre : développement d'un segment *junior*, politique large d'admission à la cote, possibilités offertes par un marché non-officiel et/ou des horaires élargis, etc. Ce sont l'ensemble de ces stratégies de différenciation mises en œuvre en particulier par la Bourse de Lyon qui, en générant de l'hétérogénéité, retarde la concentration de l'activité financière à Paris, poussée par les économies d'échelle et les externalités positives générées par une plus grande liquidité. La législation joue dans ce processus un rôle majeur. Afin de réduire les risques supportés par les investisseurs et les opérateurs boursiers eux-mêmes, le gouvernement œuvre et accompagne cette concentration en tentant d'homogénéiser les règles de fonctionnement des différents marchés.

Les bourses régionales jouent, dès le milieu du XIXe siècle, un double rôle : en introduisant des valeurs, essentiellement émises par des émetteurs proches géographiquement, les bourses régionales participent au financement d'industries locales et suppléent ainsi la Bourse de Paris, qui souffre de contraintes de capacité et dont les opérateurs ne disposent pas de la même qualité d'information que les agents de change en province. Les innovations dans les technologies de la communication, ainsi que la présence d'asymétries d'information, n'ont donc pas, du moins avant

la Première Guerre mondiale, totalement effacées les distances géographiques, en particulier parce que les bourses conservent certaines marges de manœuvre leur permettant de se différencier du marché parisien dominant. En outre, ces places régionales fournissent de la liquidité non seulement à des valeurs « locales », mais également aux titres également cotés à Paris, grâce au phénomène de multicotation, dont nous avons montré l'existence dès l'émergence des marchés régionaux. Après la Première Guerre mondiale, les marchés régionaux perdent de leur autonomie et agissent de plus en plus comme des succursales de la Bourse de Paris : elles y envoient notamment la plupart des ordres qu'elles reçoivent. Enfin, dans le contexte très particulier de la Seconde Guerre mondiale, la Bourse de Lyon non seulement joue ce double rôle de financement de l'économie et de fournisseur principal de liquidité, mais l'accomplit de manière significative à l'échelle nationale, ce qui montre par la même occasion que des chocs exogènes peuvent venir stopper le phénomène de concentration de l'activité financière.

Notre recherche s'arrête avec la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le marché boursier dans son ensemble perd de son importance relativement au PIB et aux autres sources de financement notamment et se centralise toujours plus. La période 1945-1960 marque l'effacement des marchés locaux : « leur régression lente mais certaine, par le fait d'une centralisation inexorable » (Lutfalla 1960, p. 63). La Bourse de Lyon en particulier « n'est plus aujourd'hui qu'un musée ou presque » écrit Labasse (1955, p. 446). Depuis l'arrêté du 1er mars 1944, on assiste à la suppression progressive des agents de change sans parquet, qui négociaient sur des valeurs non cotées ou officiaient en tant que remisiers des agents de change installés dans les bourses disposant d'un parquet. En 1959, on ne compte plus aucun agent de change sans parquet et qu'un nombre réduit d'agents de change dans les bourses régionales. Outre les forces centralisatrices, la règlementation boursière laisse de moins de moins la possibilité aux marchés de province de tenter de concurrencer le Parquet. Tout d'abord, la concurrence sur les émetteurs est ensuite rendue impossible par l'action du Comité des Bourses de Valeurs, celui-ci décidant de l'admission des valeurs à la cote et les attribuant d'autorité à la bourse la plus proche. Toute concurrence sur les volumes est ensuite rendue impossible par la réforme boursière de 1961 instaurant l'unicité de cotation : chaque titre n'est désormais coté que sur une seule bourse organisée. Enfin, la naissance de la Compagnie nationale des agents de change, au sein de laquelle fusionnent toutes les Compagnies des agents de change (CAC), à l'exception de celle de Toulouse, en 1967, met fin à toute possibilité de concurrence entre places financières en France.

Malgré ces avancées, cette thèse ne constitue qu'une première étape dans la compréhension du fonctionnement et du rôle des marchés régionaux et a, inévitablement, laissé de côté des points importants qu'il reste à préciser et/ou à étudier. Un premier point porte sur l'impact réel de la création des bourses régionales. Les données que nous présentons sur les introductions et les admissions en bourse respectivement dans les chapitres 4 et 5 suggèrent, comme nous l'avons signalé, que les bourses régionales ont joué un rôle dans le financement des entreprises : nombre de nouvelles cotations donnent ainsi lieu dans les années suivantes à des augmentations de capital. Un moyen d'étudier plus précisément cette question serait de mener des études de cas sectoriels. Toutefois, afin d'analyser de manière systématique l'apport des bourses régionales au financement de l'économie, il conviendrait de collecter l'ensemble des données d'émissions

primaires fournies dans les annuaires boursiers que nous avons repérés au cours de nos recherches. La tâche est d'une ampleur telle qu'elle ne semble possible que dans le cadre d'un projet de grande envergure, permettant de recourir à des outils tels que les bases de données relationnelles et la reconnaissance optique des caractères. Les développements récents du projet « Données financières historiques » mené à l'École d'Économie de Paris devraient permettre de fournir un tel cadre (Ducros et al. 2017, 2018).

De plus, bien qu'évoquée de manière transversale dans la plupart des chapitres, la question de la formation et de la diffusion de l'information boursière mériterait des approfondissements. Faut-il, par exemple, considérer, comme le font les contemporains, que les bourses régionales sont tributaires de la capitale en matière d'information boursière et que les cotations sur ces places suivent toujours la tendance parisienne, quelque soit le type de valeurs envisagé ? Avant le développement de moyens de communication, l'ingéniosité de certains opérateurs financiers et investisseurs pour disposer des cours de la Bourse de Paris avec un temps d'avance et donc d'un avantage informationnel, semble le suggérer. Il en est de même pour les montants dépensés par les CAC de province afin de disposer de fils télégraphiques privés. Or, nous avons, par exemple, montré dans le chapitre 6 que, dans un contexte très particulier et au cours d'une courte période entre 1940 et 1942, la Bourse de Lyon était le principal producteur d'information boursière en France. Il est également probable qu'au cours du XIXe siècle, notamment dans les premières années des parquets régionaux, une telle configuration soit à l'œuvre, au moins pour une catégorie réduite d'actifs financiers. Les nouvelles technologies de la communication sont d'ailleurs au cœur d'un paradoxe qu'il s'agirait d'étudier : les places régionales semblent bénéficier, dans un premier temps, de leur adoption, notamment au travers d'un surplus d'activité, issu de l'arbitrage avec d'autres places. Toutefois, à long terme, nous pouvons nous interroger sur le caractère néfaste des technologies pour les bourses régionales : en permettant des communications rapides et efficaces avec le marché central, n'ont-elles pas également contribué à une plus grande centralisation de l'industrie boursière et finalement mené à la marginalisation des places locales ?

Troisièmement, la création du Comité des Bourses de valeurs en 1942, et surtout l'implémentation de la règle de l'unicité de cotation en 1961 et la création de la Compagnie nationale des agents de change en 1966 modifient totalement l'organisation boursière et les modalités de la concurrence entre Paris et la province. En particulier, les bourses régionales ne disposent à partir de ce moment-là que de marges extrêmement restreintes, pour ne pas dire inexistantes de se démarquer de la Bourse de Paris, alors ultra dominante suite à l'absorption des courtiers en valeurs mobilières en 1962. C'est pourquoi, nous avons fait le choix de laisser l'après Seconde Guerre mondiale en dehors de notre étude. Toutefois, les places régionales, à l'exception de la Bourse de Toulouse, restent actives jusqu'à la fin des années 1980, ce qui induit nécessairement un nouveau rôle nouveau pour les agents de change de province, par exemple dans l'acclimatation de nouvelles valeurs *via* le développement de segments de marché « hors-cote », qu'il s'agirait d'étudier.

Nous avons enfin globalement laissé de côté certaines questions liées aux acteurs *per se* et notamment aux opérateurs des bourses régionales : les agents de change. Avec la loi de 1816, permettant la présentation de successeurs, l'État met en place les conditions de la mise en place

de stratégies familiales où la possession d'un office n'est plus un acte strictement individuel mais s'inscrit dans la longue durée. Par exemple, à Lyon, une charge est occupée par la même famille pendant plus de cent ans ! Parfois, le titulaire de la charge change régulièrement, mais les commanditaires demeurent les mêmes ou issus des mêmes familles. En outre, des réseaux commerciaux et d'affaire semblent naître dès le début du XIXe siècle à Lyon, mêlant intermédiaires, commanditaires et agents de change. Seule une étude prosopographique d'envergure pourrait mettre en lumière ces réseaux et étudier leur implication dans la formation du capitalisme lyonnais.

Bibliographie

About, E. (1861), *Rome contemporaine*, Librairie de Michel Lévy Frères et Cie, Paris.

Adams, D. S. (2015), 'Contemporary perceptions of the First World War reflected in the capital markets', *Scandinavian Economic History Review* **63**(1), 1–23.

Aggarwal, R. (2002), 'Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges', *Journal of Applied Corporate Finance* **15**(1), 105–113.

Alary, E. (1998), 'La ligne de démarcation (1940–1944), une frontière « artificielle »', *Guerres mondiales et conflits contemporains* **190**(juin), 7–28.

Alary, E. (2010), *L'Exode. Un drame oublié*, Perrin, Paris.

Allen, F. & Gale, D. (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT press, Cambridge.

Allix, E. (1900), *Des reports dans les bourses de valeurs*, V. Giard & E. Brière, Paris.

Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986), 'Asset Pricing and the Bid-ask Spread', *Journal of Financial Economics* **17**(2), 223–249.

Andrews, D. W. (1991), 'Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix Estimation', *Econometrica* **59**(3), 817–858.

Andrews, D. W. & Monahan, J. C. (1992), 'An Improved Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix Estimator', *Econometrica* **60**(4), 953–966.

Andrieu, C. (1983), 'Genèse de la loi du 13 juin 1941, première loi bancaire française (septembre 1940–septembre 1941)', *Revue Historique* **269**(2), 385–397.

Andrieu, C. (1991), *La banque sous l'Occupation. Paradoxes de l'histoire d'une profession*, Presses de la Fondation des sciences politiques, Paris.

Ang, J. B. (2008), 'A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth', *Journal of Economic Surveys* **22**(3), 536–576.

Angleraud, B. & Pellissier, C. (2003), *Les dynasties lyonnaises. Des Morin-Pons aux Mérieux du XIXe siècle à nos jours*, Perrin, Paris.

Annuaire Desfossés. Valeurs cotées en Banque à la Bourse de Paris (1907–1910), E. Desfossés & Fabre Frères, 4 volumes, Paris.

Annuaire des Mines d'Or (1896), Société anonyme de l'annuaire de la finance, Paris.

Annuaire général des sociétés françaises par actions, cotées et non cotées (1897-1907), 7 volumes, Paris.

Arbulu, P. (1998), Le marché parisien des actions au XIXe siècle : performances et efficience d'un marché émergent, PhD thesis, Université d'Orléans, Orléans.

Arcand, J. L., Berkes, E. & Panizza, U. (2015), 'Too Much Finance ?', *Journal of Economic Growth* **20**(2), 105–148.

Archives commerciales de la France (1898-1909), Paris.

Armour, J. (2017), 'Brexit and financial services', *Oxford Review of Economic Policy* **33**(1), S54–S69.

Arnold, T., Hersch, P., Mulherin, J. H. & Netter, J. (1999), 'Merging Markets', *Journal of Finance* **54**(3), 1083–1107.

Arriès, M. (1900), 'Les valeurs mobilières cotées à la bourse de Toulouse', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 3, n°79.

Ashbaugh, H. (2001), 'Non-US Firms' Accounting Standard Choices', *Journal of Accounting and Public Policy* **20**(2), 129–153.

Aubry, R. (1912), L'admission à la cote des valeurs étrangères, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Avéran-Horteur, L. (1957), De la C.C.D.V.T. à la Sicovam. Le compte courant d'actions, PhD thesis, Université de Grenoble, Grenoble.

Aynard, E. (1889), *Lyon en 1889 : introduction au rapport de la Section d'économie sociale*, Imprimerie Mougin-Rusand, Lyon.

Bai, J. & Perron, P. (1998), 'Estimating and Testing Linear Models with Multiple Structural Changes', *Econometrica* **66**(1), 47–78.

Bai, J. & Perron, P. (2003), 'Computation and Analysis of Multiple Structural Change Models', *Journal of Applied Econometrics* **18**(1), 1–22.

Baldy, E. (1922), *Les banques d'affaires en France depuis 1900*, F. Pichon, Paris.

Banner, S. (2017), *Speculation. A History of the Fine Line between Gambling and Investing*, Oxford University Press, Oxford.

Baruch, S. & Saar, G. (2009), 'Asset Returns and the Listing Choice of Firms', *The Review of Financial Studies* **22**(6), 2239–2274.

Baskin, J. B. (1988), 'The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600–1914 : Overcoming Asymmetric Information', *Business History Review* **62**(2), 199–237.

Battilossi, S. & Houpt, S. (2006), 'Risk, Return and Volume in an Emerging Stock Market : The Bilbao Stock Exchange, 1916–1936', Paper presented at the XIV International Economic History Congress, Helsinki.

Battilossi, S. & Morys, M. (2011), 'Emerging Stock Markets in Historical Perspective : A Research Agenda', Papier présenté à la 3ème conférence Eurhistock, École d'Économie de Paris, 29–30 avril 2011.

Bazot, G. (2011), Financement relationnel et développement local : l'expérience française de la Belle Époque, PhD thesis, École des Hautes Études en Sciences Sociales, Paris.

Beaune, H. (1882), *Note sur le cours de compensation*, Imprimerie de X. Jevain, Lyon.

Beck, T. & Demirguc-Kunt, A. (2006), 'Small and medium-size enterprises : Access to finance as a growth constraint', *Journal of Banking & Finance* **30**(11), 2931–2943.

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L. & Levine, R. (2008), 'Finance, firm size, and growth', *Journal of Money, Credit and Banking* **40**(7), 1379–1405.

Becker, J.-J. (2002), Le Procès Caillaux, une justice politique ?, *in* M. O. Baruch & V. Duclert, eds, 'Justice, politique et République : de l'affaire Dreyfus à la guerre d'Algérie', Éditions Complexe, Bruxelles, pp. 211–200.

Bekaert, G. & Harvey, C. R. (2003), 'Emerging markets finance', *Journal of Empirical Finance* **10**(1), 3–55.

Bekaert, G., Harvey, C. R. & Lundblad, C. (2007), 'Liquidity and Expected Returns : Lessons from Emerging Markets', *Review of Financial Studies* **20**(6), 1783–1831.

Berthelet, J. (1931), *La Bourse de 1920 à 1931 ou Dix années de jeu et de folie générale. Placement et Spéculation*, Imprimerie Burin et Pezzati, Paris.

Biais, B., Glosten, L. & Spatt, C. (2005), 'Market Microstructure : A Survey of Microfoundations, Empirical Results, and Policy Implications', *Journal of Financial Markets* **8**(2), 217–264.

Biais, B. & Green, R. (2007), 'The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century', *IDEI Working Paper, n°482* .

Bignon, V. & Flandreau, M. (2011), 'The Economics of Badmouthing : Libel Law and the Underworld of the Financial Press in France Before World War I', *Journal of Economic History* **71**(3), 616–653.

Bignon, V. & Miscio, A. (2010), 'Media bias in financial newspapers : evidence from early twentieth-century France', *European Review of Economic History* **14**(3), 383–432.

Blancheton, B. (2016), La Banque de France et le « prêt en dernier ressort » durant la crise de liquidité de l'été 1914, *in* H. Bonin & J.-M. Figuet, eds, 'Crises et régulation bancaires. Les cheminements de l'instabilité et de la stabilité bancaires', Droz, Genève, pp. 199–206.

Bloch, E. & Schwartz, R. A. (1978), 'The Great Debate over NYSE Rule 390', *Journal of Portfolio Management* **5**(1), 5–8.

Blondel, S. (1997), 'Les agents de change et la Bourse de Bordeaux au XIXe siècle', *Études et documents* **IX**, 241–318.

Blondel, S. (1998), 'Une Bourse de province entre crises et krachs dans la seconde moitié du XIXe siècle : le Parquet de Bordeaux', *Annales du Midi* **110**(223), 293–317.

Boissière, G. (1908), *La Compagnie des Agents de Change et le Marché Officiel à la Bourse de Paris*, Arthur Rousseau, éditeur, Paris.

Boisson, J. (1955), La fabrique lyonnaise de soierie : aperçu économique et social (1850–1873), Master's thesis, Université de Lyon.

Boldorf, M. & Scherner, J. (2012), 'France's Occupation Costs and the War in the East : The Contribution to the German War Economy, 1940–4', *Journal of Contemporary History* **47**(2), 291–316.

Bonin, H. (1991), Les banques rhône-alpines aux XIXe et XXe siècles, *in* Y. Lequin, ed., 'Région Rhône-Alpes, 500 années lumière. Mémoire industrielle', Plon, Paris, pp. 332–389.

Bonin, H. (1996), 'Oustric, un financier prédateur ? (1914–1930)', *Revue historique* **295**(2), 429–448.

Bonin, H. (2005), The Challenged Competitiveness of the Paris Banking and Finance Markets, 1914–1958, *in* Y. Cassis & E. Bussière, eds, 'London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century', Oxford University Press, Oxford, pp. 183–204.

Bonin, H. (2013), 'Les quatre crises de la Société générale (1886-2008). La crise d'un modèle économique au cœur des crises conjoncturelles', *Revue historique* (4), 905–933.

Bonzon, A. (1891), *Manuel des sociétés par actions de la région lyonnaise*, 1ère édition, A. Rey, Lyon.

Bonzon, A. (1893), *Manuel des sociétés par actions de la région lyonnaise*, 2ème édition, A. Rey, Lyon.

Bonzon, A. (1895), *Manuel des sociétés par actions de la région lyonnaise*, 3ème édition, A. Rey, Lyon.

Bonzon, A. (1899), *Manuel des sociétés par actions de la région lyonnaise*, 4ème édition, A. Rey, Lyon.

Bonzon, A. (1901), *Manuel des sociétés par actions de la région lyonnaise*, 5ème édition mise à jour avec la collaboration de J.-J. Girardet, A. Rey, Lyon.

Bordier, A. (1904), *Notice sur la Société des Agents de change de Genève*, Imprimerie Romet, Genève.

Boulanger, P. (1999), 'Le Palais de la Bourse', *Revue d'histoire consulaire* **16**(mai), 18–19.

Bourbeau, M. (1921), *La Bourse des valeurs de Paris pendant la Guerre (1914-1920)*, thèse Université de Paris, Paris.

Boutron, E., de Séverac, B. & Dessertine, P. (2014), 'Alternext : un marché au bilan contrasté', *Revue d'économie financière* **2**(114), 149–166.

Bouvier, J. (1960), *Le krach de l'Union générale, 1878-1885*, Presses universitaires de France, Paris.

Bouvier, J. (1961), *Le Crédit Lyonnais de 1863 à 1882. Les années de formation d'une banque de dépôt*, S.E.V.P.E.N., Paris.

Bouvier, J. (1968), *Naissance d'une banque : le Crédit Lyonnais*, Flammarion, Paris.

Bouvier, J. (1973), *Les deux scandales de Panama*, Gallimard, Paris.

Boyer-Xambeu, M.-T., Deleplace, G. & Gillard, L. (2007), Les marchés de l'or et de l'argent à Paris au XIXe siècle, *in* G. Gallais-Hamonno, ed., 'Le marché financier au XIXe siècle. Volume 2 : Aspects quantitatifs des acteurs et instruments à la Bourse de Paris', Publications de la Sorbonne, Paris, pp. 603–625.

Bozio, A. (2002), La capitalisation boursière en france au XXe siècle, Master's thesis, Paris School of Economics.

Braudel, F. (1979*a*), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XVe–XVIIIe siècle. Tome 2 : Les jeux de l'échange*, Armand Colin, Paris.

Braudel, F. (1979*b*), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XVe–XVIIIe siècle. Tome 3 : Le temps du monde*, Armand Colin, Paris.

Brégand, G. (1919), *La Bourse et la Guerre. Histoire chronologique des années 1914 à 1919*, Imprimerie Georges Cadet, Paris.

Brocard, L. (1912), Les marchés financiers de province, *in* A. Aupetit, L. Brocard, J. Armagnac, G. Delamotte & G. Aubert, eds, 'Les grands marchés financiers : France (Paris et Province), Londres, Berlin, New-York', Librarie Félix Alcan, Paris, pp. 99–156.

Brown Jr, W. O. & Burdekin, R. C. (2002), 'German Debt Traded in London during the Second World War : A British Perspective on Hitler', *Economica* **69**(276), 655–669.

Brown Jr, W. O., Mulherin, J. H. & Weidenmier, M. D. (2008), 'Competing with the New York Stock Exchange', *Quarterly Journal of Economics* **123**(4), 1679–1719.

Buchère, A. (1892), *Traité théorique et pratique des opérations de la Bourse*, Troisième édition, Chevalier-Marescq et Cie, Paris.

Buffet, J. (1917), *Du Régionalisme au Nationalisme Financier*, Berger-Levrault, Paris.

Burhop, C. (2011), 'The Underpricing of Initial Public Offerings at the Berlin Stock Exchange, 1870-96', *German Economic Review* **12**, 11–32.

Burhop, C., Chambers, D. & Cheffins, B. (2014), 'Regulating IPOs : Evidence from Going Public in London, 1900–1913', *Explorations in Economic History* **51**, 60–76.

Burhop, C. & Lehmann-Hasemeyer, S. (2016), 'The Berlin stock exchange and the geography of German stock markets in 1913', *European Review of Economic History* **20**(4), 429–451.

Campbell, G., Rogers, M. & Turner, J. D. (2016), 'The Rise and Decline of the UK's Provincial Stock Market, 1869-1929', *QUCEH Working Paper Series* **2016-03**.

Cantale, S. (1996), 'The Choice of a Foreign Market as a Signal', *Working paper INSEAD* .

Canton-Debat, J. (2000), Un homme d'affaires lyonnais : Arlès-Dufour (1797–1872), PhD thesis, Université Lyon 2, Lyon.

Capelle-Blancard, G. (2016), 'The abrogation of the 'Impôt sur les opérations de bourse' did not foster the French stock market', *Finance Research Letters* **17**, 257–266.

Caskey, J. P. (2004), 'The Philadelphia Stock Exchange : Adapting to Survive in Changing Markets', *Business History Review* **78**(3), 451–487.

Cassis, Y. (2018), 'International Financial Centres after the Global Financial Crisis and Brexit', Paper presented at the Business History Conference, Baltimore.

Cassis, Y. & Bussière, E., eds (2005), *London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century*, Oxford University Press, Oxford.

Castaneda, L. & Tafunell, X. (2001), La Bolsa de Barcelona entre 1849 y 1913 : un nuevo índice, *in* C. Sudría & D. Tirado, eds, 'Peseta y protección. Comercio exterior, moneda y crecimiento económico en la Espana de la Restauración', Universidad de Barcelona, Barcelona, pp. 281–301.

Catin, R. (1927), Le portefeuille étranger de la France entre 1870 et 1914, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Caty, R. & Richard, E. (1980), 'Contribution à l'étude du monde du négoce marseillais de 1815 à 1870 : l'apport des successions', *Revue Historique* **264**(2), 337–364.

Cayez, P. (1977), L'industrialisation lyonnaise au XIXe siècle : du grand commerce à la grande industrie, PhD thesis, Université de Lyon II, 2 volumes, Lyon.

Cayez, P. (1978), *Métiers Jacquard et hauts fourneaux. Aux origines de l'industrie lyonnaise*, Presses Universitaires de Lyon, Lyon.

Cayez, P. & Chassagne, S. (2006), *Les patrons du Second Empire. Lyon et le Lyonnais*, Éditions A. et J. Picard, Paris.

Chabrolles, N. & Juvin, H. (1992), *Une histoire de la SICOVAM. Cinquante années de compte courant de valeurs mobilières en France*, Les Djinns, Millau.

Chambers, D. (2011), 'IPOs on the London Stock Exchange since 1900', Papier présenté à la 3ème conférence Eurhistock, École d'Économie de Paris, 29–30 avril 2011.

Chang, S. Y. & Perron, P. (2018), 'A comparison of alternative methods to construct confidence intervals for the estimate of a break date in linear regression models', *Econometric Reviews* **37**(6), 577–601.

Charbonnier, M. (1900), 'Les valeurs mobilières cotées à la bourse de Lyon', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 3, n°74.

Charpenay, G. (1939), *Les Banques régionalistes. Leur vie, leur mort*, F. Alcan, Paris.

Chassagne, S. (2012), *Veuve Guérin et fils, banque et soie. Une affaire de famille (1716–1932)*, BGA Permezel, Lyon.

Chasseriau, P. (1898), Des syndicats d'émission de valeurs et leur responsabilité, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Chemmanur, T. J. & Fulghieri, P. (1999), 'A Theory of the Going-Public Decision', *Review of Financial Studies* **12**(2), 249–279.

Chlistalla, M. & Lutat, M. (2011), 'Competition in securities markets : the impact on liquidity', *Financial Markets and Portfolio Management* **25**(2), 149–172.

Chowdhry, B. & Nanda, V. (1991), 'Multimarket Trading and Market Liquidity', *Review of Financial Studies* **4**(3), 483–511.

Claessens, S. & Schmukler, S. L. (2007), 'International Financial Integration through Equity Markets : Which Firms from Which Countries Go Global ?', *Journal of International Money and Finance* **26**(5), 788–813.

Clark, C. (2012), *The Sleepwalkers : How Europe Went to War in 1914*, Harper, New York.

Coffee Jr, J. C. (1995), 'Competition Versus Consolidation : The Significance of Organizational Structure in Financial and Securities Regulation', *Business Lawyer* **50**(2), 447–484.

Coffee Jr, J. C. (2002*a*), 'Competition Among Securities Markets : A Path Dependent Perspective', *Columbia Law and Economics Working Paper No. 192* .

Coffee Jr, J. C. (2002*b*), 'Racing towards the Top : The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance', *Columbia Law Review* **102**(7), 1757–1831.

Colling, A. (1949), *La prodigieuse histoire de la Bourse*, Société d'éditions économiques et financières, Paris.

Collins, B. M. & Fabozzi, F. J. (1991), 'A Methodology for Measuring Transaction Costs', *Financial Analysts Journal* **47**(2), 27–36.

Combes, P.-P., Lafourcade, M., Thisse, J.-F. & Toutain, J.-C. (2011), 'The rise and fall of spatial inequalities in France : A long-run perspective', *Explorations in Economic History* **48**(2), 243–271.

Compagnie des Agents de Change de Bordeaux (1857), *Observations présentées à S. Exc. Monsieur le Ministre du Commerce*, Imprimerie Générale de Mme Crugy, Bordeaux.

Compagnie des Agents de Change de Lille (1899-1909), *Annuaire des valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Lille*, 6 volumes, Ducoulombier, Lille.

Compagnie des Agents de Change de Lyon (1842), *Mémoire pour la Compagnie des Agents de change de la ville de Lyon adressé à Monsieur le Ministre de l'Agriculture et du Commerce*, Lyon.

Compagnie des Agents de Change de Lyon (1903-1911), *Annales des sociétés par actions de la région lyonnaise*, 4 volumes, Imprimerie Rey, Lyon.

Compagnie des Agents de Change de Lyon (1904), *Annales des sociétés par actions de la région lyonnaise 1904*, 1ère édition, Imprimerie Rey, Lyon.

Compagnie des Agents de Change de Nantes (1906), *Manuel des sociétés par action de la région nantaise*, 1ère édition, Nantes.

Compagnie des Agents de Change de Paris (1898-1906), *Recueil Hebdomadaire*, Paris.

Compagnie des Agents de Change de Paris (1898-1910), *Annuaire des valeurs admises à la cote officielle*, 13 volumes, Paris.

Compagnie des Agents de Change de Paris (1968), La réforme du statut des agents de change, *in* 'L'Année Boursière. Exercice 1967', Éditions Publicis, Paris, pp. 186–188.

Constans, J. (1943), La nouvelle organisation des bourses de valeurs, PhD thesis, Université de Toulouse, Toulouse.

Corwin, S. A. & Harris, J. H. (2001), 'The Initial Listing Decisions of Firms that Go Public', *Financial Management* **30**(1), 35–55.

Courtiers pour la soie de la ville de Lyon (1842), *Réponse des courtiers pour la soie à la lettre de Messieurs les Agents de change de la ville de Lyon adressée à Monsieur le Président et à Messieurs de la Chambre de commerce de Lyon*, Lyon.

Courtois, A. (1864), *Défense de l'agiotage*, Garnier frères, Paris.

Courtois, A. & Vidal, E. (1902), *Traité des opérations de bourse et de change*, Garnier frères, Paris.

Coval, J. D. & Moskowitz, T. J. (1999), 'Home Bias at Home : Local Equity Preference in Domestic Portfolios', *Journal of Finance* **54**(6), 2045–2073.

Coval, J. D. & Moskowitz, T. J. (2001), 'The Geography of Investment : Informed Trading and Asset Prices', *Journal of Political Economy* **109**(4), 811–841.

Cowing, C. C. (1965), *Populists, Plungers, and Progressives. A Social History of Stock and Commodity Speculation, 1868–1932*, Princeton University Press, Princeton.

Cuevas, J. (2009), 'Los orígenes de la cotización bursátil en Valencia, 1887–1936', *Revista de la historia de la economía y de la empresa* (3), 221–247.

Dard, C. (1838), *Traité des offices*, Charles Hingray éditeur, Paris.

Daumard, A., ed. (1973), *Les fortunes françaises au XIXe siècle. Enquête sur la répartition et la composition des capitaux privés à Paris, Lyon, Lille, Bordeaux et Toulouse d'après l'enregistrement des déclarations de successions*, Mouton, Paris.

Davis, L. E., Neal, L. & White, E. (2007), 'The Highest Price Ever : The Great NYSE Seat Sale of 1928–1929 and Capacity Constraints', *Journal of Economic History* **67**(3), 705–739.

Davis, L. & Neal, L. (1998), 'Micro Rules and Macro Outcomes : The Impact of Micro Structure on the Efficiency of Security Exchanges, London, New York, and Paris, 1800–1914', *American Economic Review* **88**(2), 40–45.

de Birieux, A. F., ed. (1857), *Annuaire de la Bourse et de la Banque. Guide universel des capitalistes et des actionnaires. Volume 2*, J. Claye, imprimeur-éditeur, Paris.

de Folleville, D. (1911), *Rapport fait au nom de la commission chargée de procéder à une enquête sur les circonstances qui ont préparé, précédé, accompagné ou suivi l'arrestation du financier Rochette*, Chambre des députés, Paris.

de la Fontaine de Follin, H. (1925), Les transformations du marché des capitaux en France depuis 1914, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

de Vauplane, H. (1991), De l'influence des réformes du marché financier sur les négociations en bourse et sur ses intermédiaires, PhD thesis, Université Paris II, Paris.

de Villargues, R., ed. (1841), *Répertoire de la jurisprudence du notariat. Tome troisième : COMP–DOMM*, Jurisprudence du notariat, Paris.

Decoubu, M. (1900), 'Les droits de courtage en France', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 2, n°68.

Decourdemanche, J.-A. (1899), *Manuel des valeurs cotées hors parquet à la Bourse de Paris*, E. Desfossés & Cie, Paris.

Decugis, H. (1913), *Guide pratique des fondateurs de sociétés par actions*, Deuxième édition, Recueil Sirey, Paris.

Delanney, L. (1928), Le marché des valeurs mobilières en France de 1900 à 1927, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Delore, M. (1921), 'Les bourses de province et le régionalisme financier', *Journal des Économistes* pp. 84–100. Société d'Économie Politique, compte-rendu de la séance du 5 juillet 1921.

Demsetz, H. (1968), 'The cost of transacting', *Quarterly Journal of Economics* **82**(1), 33–53.

Denuc, J. (1939), 'La structure des entreprises', *Revue d'Économie Politique* **53**(1), 220–263.

Desaché, M. (1943), 'Les agents de change et le nouveau statut des bourses de valeurs', *Droit social* **5**, 157–160.

Desgraves, L. & Dupeux, G. (1969), *Bordeaux au XIXe siècle*, Fédération historique du Sud-Ouest, Bordeaux.

Destrem, P. & Destrem, D. (2003), *À la botte. La Bourse sous l'Occupation*, L'Age d'Homme, Lausanne.

Di Noia, C. (2001), 'Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe : Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access', *European Financial Management* **7**(1), 39–72.

Dickson, P. (1967), *The Financial Revolution in England. A Study in the Development of Public Credit, 1688–1756*, MacMillan, Londres.

Digne, R. (1928), *Le marché à terme des rentes françaises*, Presses Universitaires de France, Paris.

Direction générale de l'enregistrement, des domaines et du timbre (1901), 'Les sociétés françaises d'après leur objet', Bulletin de Statistique et de Législation Comparée, mai, 559–601.

Doidge, C., Karolyi, G. A. & Stulz, R. M. (2013), 'The U.S. left behind ? Financial globalization and the rise of IPOs outside the U.S.', *Journal of Financial Economics* **110**(3), 546–573.

Dubois, J. (1900*a*), 'Les valeurs mobilières cotées à la bourse de Bordeaux', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 3, n°76.

Dubois, J. (1900*b*), 'Négociation des rentes françaises en province', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 4, n°3.

Dubois, P. (1900*c*), 'Les droits de courtage sur les opérations de bourse en France et à l'étranger', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 2, n°69.

Dubost, R. (1938), *La Bourse de Lyon*, Bosc frères M. & L. Riou, imprimeurs-éditeurs, Lyon.

Ducos, L. (1831), *Lettre à M. le rédacteur de la France Méridionale, en réponse à un mémoire ayant pour titre 'Réclamation des habitans de Toulouse et des fabricans du midi, pour l'établissement d'une bourse dans l'enceinte de cette ville'*, Presses d'Aug. Genauh, Toulouse.

Ducros, J. (2011), Intermédiaires financiers et introductions en bourse. Les IPOs en France, 1898-1914, Master's thesis, EHESS & École d'Économie de Paris.

Ducros, J. (2012), 'Initial Public Offerings at the Paris Stock Exchange, 1898–1913', Papier présenté à la 4ème conférence Eurhistock, Cologne, 15–16 mars 2012.

Ducros, J., Grandi, E., Hautcœur, P.-C., Hekimian, R., Prunaux, E., Riva, A. & Ungaro, S. (2018), Collecting and storing historical financial data : the DFIH project, *in* C. M. Stuetzer, M. Welker & M. Egger, eds, 'Computational Social Science in the Age of Big Data. Concepts, Methodologies, Tools, and Applications', Neue Schriften zur Online-Forschung, Herbert von Halem Verlag, Cologne, pp. 355–377.

Ducros, J., Grandi, E., Hautcœur, P.-C., Hekimian, R., Riva, A. & Ungaro, S. (2017), Le projet DFIH : humanités numériques et histoire financière, *in* E. Cavalié, F. Clavert, O. Legendre & D. Martin, eds, 'Expérimenter les humanités numériques. Premières approches : des outils individuels aux projets collectifs', Presses de l'Université de Montréal, Montréal, pp. 127–144.

Ducros, J. & Riva, A. (2014), 'The Lyon Stock Exchange : A Struggle for Survival (1866-1914)', *Paris School of Economics Working Paper* (2014-09).

Dupont-Ferrier, P. (1925), Le marché financier de Paris sous le Second Empire, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Dupont, M. (1913), La Bourse, le marché libre et la Coulisse, PhD thesis, Université de Caen, Caen.

Dupont, X. (2002), *Salut la Compagnie ! Mémoires d'un agent de change*, Albin Michel, Paris.

Eckbo, E. B., Masulis, R. W. & Norli, O. (2007), Security Offerings, *in* E. B. Eckbo, ed., 'Handbook of Corporate Finance. Empirical Corporate Finance. Volume 1', Elsevier, North Holland, Amsterdam, pp. 233–373.

Economides, N. (1993), 'Network Economics with Application to Finance', *Financial markets, Institutions & Instruments* **2**(5), 89–97.

Economides, N. (1995), How to Enhance Market Liquidity, *in* R. A. Schwartz, ed., 'Global Equity Markets : Technological, Competitive, and Regulatory Challenges', McGraw-Hill, New York, pp. 90–97.

Edlinger, C., Merli, M. & Parent, A. (2011), 'La diversification des portefeuilles français à la veille de 1914 ou l'image écornée du rentier français du 19e siècle', *Revue d'Économie Politique* **121**(6), 915–934.

Edlinger, C., Merli, M. & Parent, A. (2013), 'An Optimal World Portfolio on the Eve of World War I : Was There a Bias to Investing in the New World Rather Than in Europe ?', *Journal of Economic History* **73**(2), 498–530.

Ehrensperger, F. (1918), Die Pariser Börse und die französischen Aktienbanken im Krieg (1914–1917), PhD thesis, Université de Zurich, Zurich.

Enfantin, P. (1825), 'De la Crise des Fonds publics, de la Spéculation en général et du Jeu à la Bourse', *Le producteur. Journal de l'industrie, des sciences et des beaux-arts* **1**, 330–336.

Eo, Y. & Morley, J. (2015), 'Likelihood-ratio-based confidence sets for the timing of structural breaks', *Quantitative Economics* **6**(2), 463–497.

Evesque, M. (1915), Le moratorium des dépôts en banque et des comptes courants, PhD thesis, Université de Montpellier, Montpellier.

Fama, E. F. & French, K. R. (2001), 'Disappearing dividends : changing firm characteristics or lower propensity to pay ?', *Journal of Financial Economics* **60**(1), 3–43.

Fama, E. F. & French, K. R. (2004), 'New lists : Fundamentals and survival rates', *Journal of Financial Economics* **73**(2), 229–269.

Faure, E. (1977), *La Banqueroute de Law, 17 juillet 1720*, Gallimard, Paris.

Field, A. J. (1992), 'The Magnetic Telegraph, Price and Quantity Data, and the New Management of Capital', *Journal of Economic History* **52**(2), 401–413.

Forest, E. (2013), La création d'EnterNext : un acte fort pour répondre au défi du financement des PME-ETI, *in* J.-P. Betbèze, ed., 'Financement des PME. Grands défis, nouvelles voies', Presses Universitaires de France, Paris, pp. 131–135.

Foucault, T. & Parlour, C. A. (2004), 'Competition for listings', *The RAND Journal of Economics* **35**(2), 329–355.

François-Marsal, F., ed. (1929), *Encyclopédie de Banque et de Bourse*, Vol. IV, Imprimerie Crété, Paris.

François-Marsal, F., ed. (1931), *Encyclopédie de Banque et de Bourse*, Vol. V, Imprimerie Crété, Paris.

French, K. R. & Poterba, J. M. (1991), 'Investor Diversification and International Equity Markets', *American Economic Review* **81**(2), 222–226.

Frey, B. & Kucher, M. (2001), 'Wars and markets : How bond values reflect the Second World War', *Economica* **68**(271), 317–333.

Frey, B. S. & Kucher, M. (2000), 'History as reflected in capital markets : the case of World War II', *Journal of Economic History* **60**(2), 468–496.

Frey, B. S. & Waldenström, D. (2004), 'Markets work in war : World War II reflected in the Zurich and Stockholm bond markets', *Financial History Review* **11**(1), 51–67.

Fuerst, O. (1998), 'A Theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations Argument for Global Listing of Stocks', *Working paper Yale School of Management* .

Gambert, R. (1943), La Caisse centrale de dépôts et virements de titres, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Garbade, K. D. & Silber, W. L. (1978), 'Technology, Communication and the Performance of Financial Markets : 1840–1975', *Journal of Finance* **33**(3), 819–832.

Garbade, K. D. & Silber, W. L. (1979), 'Dominant and Satellite Markets : A Study of Dually-Traded Securities', *Review of Economics and Statistics* **61**(3), 455–460.

Garreau, P. (1910), Les courtages au Parquet et en Coulisse. Législation comparée des effets de courtage sur le marché, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Gaspar, J. & Glaeser, E. L. (1998), 'Information Technology and the Future of Cities', *Journal of Urban Economics* **43**(1), 136–156.

Gehrig, T. (2000), Cities and the geography of financial centers, *in* J.-M. H. Huriot & J.-F. Thisse, eds, 'Economics of cities : theoretical perspectives', Cambridge University Press, Cambridge, pp. 415–447.

Genevet, A. (1890), *Compagnie des agents de change de Lyon. Histoire depuis les origines jusqu'à l'établissement du Parquet en 1845*, imprimerie de Pitrat aîné, Lyon.

Gille, B. (1959), *La banque et le crédit en France, de 1815 à 1848*, Presses Universitaires de France, Paris.

Gille, B. (1970), *La Banque en France au XIXe siècle*, Droz, Genève, chapter La Banque de Lyon, pp. 44–59. (Article initialement paru dans les *Cahiers d'histoire* V (1960), p. 191–209).

Gimet fils aîné (1820), *De l'établissement d'un Parquet à la Bourse de Bordeaux*, Imprimerie de Brossier, Bordeaux.

Gimet fils aîné (1821), *Navigation de l'Isle et du Droit. Construction des ponts de Bergerace, Agen, Aiguillon, Compagnies des Dunes et considérations nouvelles sur l'établissement d'un Parquet à la Bourse de Bordeaux*, Imprimerie de Brossier, Bordeaux.

Giraud, J.-M. (1992), Gaz et électricité à Lyon (1820–1946) : des origines à la nationalisation, PhD thesis, Université de Lyon 2, Lyon.

Godart, J. (1905), *La juridiction consulaire à Lyon. Le Tribunal de commerce, 1791–1903*, Imprimerie Rey, Lyon.

Goetzmann, W. N. & Jorion, P. (1999), 'Re-emerging markets', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* **34**(1), 1–32.

Golbe, D. L. (1986), 'Has Deregulation Decreased the Risk of NYSE Seat Ownership ?', *Economics Letters* **20**(3), 283–289.

Gomber, P., Sagade, S., Theissen, E., Weber, M. C. & Westheide, C. (2017), 'Competition between Equity Markets : A Review of the Consolidation versus Fragmentation Debate', *Journal of Economic Surveys* **31**(3), 792–814.

Gontard, M. (1982), 'Un krach à la Bourse de Marseille, 1865-1866', *Bulletin de la société aixoise d'études historiques* **78**.

Gontard, M. (1985), *Les agents de change et la Bourse de Marseille de 1800 à 1914*, Imprimerie Robert, Marseille.

Gontard, M. (2000), *La Bourse de Paris (1800–1830)*, Edisud, Aix-en-Provence.

Gordon, R. H. & Bovenberg, A. L. (1996), 'Why Is Capital so Immobile Internationally ? Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation', *American Economic Review* **86**(5), 1057–1075.

Goyenko, R. Y., Holden, C. W. & Trzcinka, C. A. (2009), 'Do liquidity measures measure liquidity ?', *Journal of Financial Economics* **92**(2), 153–181.

Gueyraud, E. (1899-1902), *Manuel des sociétés par actions de la région niçoise. Valeurs locales*, 3 volumes, Nice.

Guillemet, M. (1900), 'Les valeurs mobilières cotées à la bourse de Nantes', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 3, n°78.

Guilleminault, G. & Singer-Lecocq, Y. (1975), *La France des gogos. Trois siècles de scandales financiers*, Fayard, Paris.

Guillon, J.-M. (2016), Introduction générale : Jalons pour une histoire des villes françaises dans les années de guerre, *in* I. von Bueltzingsloewen, L. Douzou, J.-D. Durand, H. Joly & J. Solchany, eds, 'Lyon dans la Seconde Guerre mondiale. Villes et métropoles à l'épreuve du conflit', Presses Universitaires de Rennes, Rennes, pp. 9–17.

Guillorit, R. (1946), *La règlementation des Bourses de valeurs en France depuis juin 1940 : transition ou parenthèse ?*, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris.

Guilmard, E. (1912), *Le Marché libre de la Bourse de Paris*, P. Rosier, Paris.

Guyot, Y. (1916), 'Caractère des placements français avant la guerre', *Journal des Économistes* **LII**, 321–344.

Hamao, Y., Hoshi, T. & Okazaki, T. (2009), Listing policy and development of the Tokyo Stock Exchange in the pre-war period, *in* T. Ito & A. K. Rose, eds, 'Financial Sector Development in the Pacific Rim, East Asia Seminar on Economics, Volume 18', University of Chicago Press, Chicago, pp. 51–87.

Hannah, L. (2015), 'A global corporate census : publicly traded and close companies in 1910', *Economic History Review* **68**(2), 548–573.

Harris, L. (1993), 'Consolidation, Fragmentation, Segmentation, and Regulation', *Financial Markets, Institutions & Instruments* **2**(5), 1–23.

Hatheway, F., Kwan, A. & Zheng, H. (2017), 'An Empirical Analysis of Market Segmentation on US Equity Markets', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* **52**(6), 2399–2427.

Hautcœur, P.-C. (1993), 'Le financement des entreprises françaises de 1890 à 1936 : une approche micro-économique sur données boursières', *Économie et statistique* **268**(1), 141–157.

Hautcœur, P.-C. (1994), Le marché boursier et le financement des entreprises, 1890-1939, PhD thesis, Université Paris I, Paris.

Hautcœur, P.-C. (1997), Le marché financier français entre 1870 et 1900, *in* Y. Breton, A. Broder & M. Lutfalla, eds, 'La longue stagnation en France : l'autre Grande Dépression, 1873–1897', Economica, Paris, pp. 235–265.

Hautcœur, P.-C. (1999), 'Asymétries d'information, coûts de mandat et financement des entreprises françaises (1890–1936)', *Revue économique* **50**, 1053–1087.

Hautcœur, P.-C. (2005), Was the Great War a Watershed ? The Economics of World War I in France, *in* S. Broadberry & M. Harrison, eds, 'The Economics of World War I', Cambridge University Press, Cambridge, pp. 169–205.

Hautcœur, P.-C., Rezaee, A. & Riva, A. (2010), 'How to regulate a financial market ? The impact of the 1893-1898 regulatory reforms on the Paris Bourse', *WP École d'Économie de Paris/Paris School of Economics* (2010-01).

Hautcœur, P.-C. & Riva, A. (2012), 'The Paris financial market in the nineteenth century : complementarities and competition in microstructures', *Economic History Review* **65**(4), 1326–1353.

Hautcœur, P.-C., Riva, A. & White, E. N. (2014), 'Floating a "lifeboat" : The Banque de France and the crisis of 1889', *Journal of Monetary Economics* **65**, 104–119.

Hissung-Convert, N. (2009), *La spéculation boursière face au droit, 1799–1914*, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris.

Hoang, T. H. V. (2010), Le marché parisien de l'or de 1941 à 2009 : histoire et finance, PhD thesis, Université d'Orléans, Orléans.

Hoffman, P., Postel-Vinay, G. & Rosenthal, J.-L. (2000), *Priceless Markets : The Political Economy of Credit in Paris, 1660–1870*, University of Chicago Press, Paris.

Holden, C. (2009), 'New low-frequency liquidity measures', *Journal of Financial Markets* **12**(4), 778–813.

Hommey, B. (1942), La Bourse des valeurs et l'économie dirigée, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Houpt, S. & Cagigal, J. C. R. (2010), 'Capital market integration in Spain ? Introducing the Bilbao stock exchange, 1891-1936', *Revista de Historia Economica-Journal of Iberian and Latin American Economic History* **28**(3), 535–573.

Huddart, S., Hughes, J. S. & Brunnermeier, M. (1999), 'Disclosure requirements and stock exchange listing choice in an international context', *Journal of Accounting and Economics* **26**(1), 237–269.

Jacks, D. S. (2007), 'Populists versus theorists : Futures markets and the volatility of prices', *Explorations in Economic History* **44**(2), 342–362.

Jacob, G. (1971), 'Les intérêts économiques Lyonnais à Madagascar de la conquête à la Première Guerre mondiale', *Bulletin du Centre Pierre Léon* **4**, 1–18.

Jacquemont, A. (1913), *Escrocs et demi-escrocs. Étude pratique de l'Escroquerie et du Dol*, Pierre Roger et Cie, Paris.

Jacquillat, B. (2013), Valorisation et liquidité en bourse d'une ETI sur EnterNext, *in* J.-P. Betbèze, ed., 'Financement des PME. Grands défis, nouvelles voies', Presses Universitaires de France, Paris, pp. 137–145.

Jeanneney, J.-N. (1981), *L'argent caché : milieux d'affaires et pouvoirs politiques dans la France du XXe siècle*, Fayard, Paris.

John, K., Knyazeva, A. & Knyazeva, D. (2011), 'Does geography matter ? Firm location and corporate payout policy', *Journal of Financial Economics* **101**(3), 533–551.

Joly, H. (2004), Les banques locales et les entreprises lyonnaises (années 1920–années 1950), *in* M. Lescure & A. Plessis, eds, 'Banques locales et banques régionales en Europe au XXe siècle', Albin Michel, Paris, pp. 311–332.

Joly, H. (2007), Introduction, *in* H. Joly, ed., 'L'Économie de la zone non occupée, 1940–1942', Éditions du CTHS, Paris, pp. 13–24.

Jopp, T. A. (2016), 'Contemporaries' opinions of the Allied and Central Powers' performance during the First World War : measuring turning points in perception with sovereign debt prices', *European Review of Economic History* **20**(2), 242–273.

Jovanovic, B. & Rousseau, P. L. (2001), 'Why wait ? A century of life before IPO', *American Economic Review* **91**(2), 336–341.

Keim, D. B. & Madhavan, A. (2000), 'The Relation between Stock Market Movements and NYSE Seat Prices', *Journal of Finance* **55**(6), 2817–2840.

Keynes, J. M. (1919), *The Economic Consequences of the Peace*, Macmillan & Co, London.

Killick, J. R. & Thomas, W. A. (1970), 'The Provincial Stock Exchanges, 1830–1870', *Economic History Review* **23**(1), 96–111.

Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Macmillan, Londres.

King, G. & Zeng, L. (2001), 'Logistic Regression in Rare Events Data', *Political Analysis* **9**(2), 137–163.

King, G. & Zeng, L. (2002), 'Estimating risk and rate levels, ratios and differences in case-control studies', *Statistics in Medicine* **21**(10), 1409–1427.

Klagge, B. & Martin, R. (2005), 'Decentralized versus centralized financial systems : is there a case for local capital markets ?', *Journal of Economic Geography* **5**(4), 387–421.

Koebe, J. (1944), 'Das französische Börsenwesen', *La revue économique Franco-Allemande, Organe du centre en France des organisations économiques allemandes* **39**(1), 3–8.

La Porta, R., Lopez-de Silanes, F. & Shleifer, A. (2008), 'The Economic Consequences of Legal Origins', *Journal of Economic Literature* **46**(2), 285–332.

La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1998), 'Law and Finance', *Journal of Political Economy* **106**(6), 1113–1155.

Labasse, J. (1955), *Les capitaux et la région. Étude géographique. Essai sur le commerce et la circulation des capitaux dans la région lyonnaise*, Armand Colin, Paris.

Labasse, J. (1957), *Le commerce des soies à Lyon sous Napoléon et la crise de 1811*, Presses Universitaires de France, Paris.

Lachapelle, G. (1915), *Nos finances pendant la guerre*, Librairie Armand Colin, Paris.

Lacoue-Labarthe, D. (2005), 'La France a-t-elle connu des paniques bancaires inefficientes ? Une analyse exploratoire de la crise des années trente', *Revue d'Économie Politique* **115**(5), 633–656.

Lagneau-Ymonet, P. (2009), Entre le marché et l'État, les agents de change : une socio-histoire économique de l'intermédiation officielle à la bourse de Paris, PhD thesis, EHESS, Paris.

Lagneau-Ymonet, P., Rezaee, A. & Riva, A. (2014*a*), 'Aux sources de l'histoire sociale des professions boursières : les archives du personnel de la Compagnie des agents de change', *Entreprises et Histoire* **74**(1), 118–121.

Lagneau-Ymonet, P., Rezaee, A. & Riva, A. (2014*b*), '«Is the proof of the pudding in the eating ?» Comparaison entre l'Alternative Investment Market et Alternext', *Revue d'économie financière* **2**(114), 189–206.

Lagneau-Ymonet, P. & Riva, A. (2008), L'épuration à la Bourse de Paris, *in* D. Barjot, P. Fridenson, H. Joly & M. Margairaz, eds, 'L'épuration économique en France à la Libération', Presses universitaires de Rennes, Rennes, pp. 299–312.

Lagneau-Ymonet, P. & Riva, A. (2010*a*), 'Aux sources de l'histoire boursière : les archives de la Compagnie des agents de change', *Entreprises et Histoire* **58**(1), 179–182.

Lagneau-Ymonet, P. & Riva, A. (2010*b*), 'La privatisation paradoxale d'un étrange bien public : la Bourse de Paris dans les années 1980', *Genèses* **80**(3), 49–69.

Lagneau-Ymonet, P. & Riva, A. (2011), Les opérations à terme à la Bourse de Paris au XIXe siècle, *in* N. Levratto & A. Stanziani, eds, 'Le capitalisme au futur antérieur. Crédit et spéculation en France, fin XVIIIe-début XXe siècles', Bruylant, Bruxelles, pp. 107–142.

Lagneau-Ymonet, P. & Riva, A. (2012), *L'histoire de la Bourse*, La Découverte, Paris.

Lagneau-Ymonet, P. & Riva, A. (2018), 'Trading forward : The Paris Bourse in the nineteenth century', *Business History* **60**(2), 257–280.

Lambert-Dansette, J. (1961), 'Une institution financière au service du développement régional : la Compagnie des agents de change de Lille depuis sa création jusqu'au premier conflit mondial (1801-1914)', *Revue du Nord* **170**, 159–199.

Lambert-Dansette, J. (1966), La Bourse des Valeurs de Lille et l'essor des charbonnages au XIXe siècle, *in* L. Trenard, ed., 'Charbon et sciences humaines, Actes du colloque organisé par la faculté des lettres de l'université de Lille en mai 1963', Mouton & Co, Paris, pp. 207–219.

Lamoureux, M. (1900), 'Les valeurs mobilières cotées à la bourse de Marseille', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 3, n°75.

Le Bris, D. (2010), 'Les krachs boursiers en France depuis 1854', *Revue économique* **61**(3), 421–430.

Le Bris, D. (2011), Les actions françaises depuis 1854 : analyses et découvertes, PhD thesis, Université d'Orléans, Orléans.

Le Bris, D. (2012*a*), 'Les grands travaux du Plan Freycinet : de la subvention à la dépression ?', *Entreprises et Histoire* **69**(4), 8–26.

Le Bris, D. (2012*b*), 'Les phénomènes de « bulles » sur les actions françaises', *Entreprises et Histoire* **67**(2), 10–23.

Le Bris, D. (2012*c*), 'Wars, inflation and stock market returns in France, 1870–1945', *Financial History Review* **19**(3), 337–361.

Le Bris, D. (2018), 'What is a Market Crash ?', *Economic History Review* **71**(2), 480–505.

Le Bris, D. & Hautcœur, P.-C. (2010), 'A challenge to triumphant optimists ? A blue chips index for the Paris stock exchange, 1854–2007', *Financial History Review* **17**(2), 141–183.

Le Roy, Y. (1914), Les syndicats d'émission, PhD thesis, Univerité de Paris, Paris.

Lemercier, C. (2006), 'Les bourses en France au XIXe siècle, symboles d'un pouvoir commerçant ?', *Histoire, économie et société* **25**(1), 51–66.

Léon, E. (1896), Étude sur la Coulisse et ses opérations, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Léon, P. (1974), *Géographie de la fortune et structures sociales à Lyon au XIXe siècle (1815–1914)*, Centre d'histoire économique et sociale de la région lyonnaise, Lyon.

Leroy-Beaulieu, A. (1897), 'Le règne de l'argent. VIII : La Bourse, la Spéculation et la Puissance Française', *Revue des Deux Mondes* **139**(4), 880–920.

Lescure, M. (2004), La crise bancaire des années 1930 : la crise des banques locales et régionales en France ?, *in* M. Lescure & A. Plessis, eds, 'Banques locales et banques régionales en Europe au XXe siècle', Albin Michel, Paris, pp. 162–205.

Lescure, M. (2012), Segmentations bancaires, structures industrielles et organisation de l'État. les banques et le financement des entreprises régionales en France (des années 1840 aux années 1970), *in* H. Bonin & J.-F. Eck, eds, 'Les banques et les mutations des entreprises. Le cas de Lille-Roubaix-Tourcoing aux XIXe et XXe siècles', Presses Universitaires du Septentrion, Villeneuve d'Ascq, pp. 25–43.

Lesmond, D. A. (2005), 'Liquidity of emerging markets', *Journal of Financial Economics* **77**(2), 411–452.

Lesmond, D. A., Ogden, J. P. & Trzcinka, C. A. (1999), 'A New Estimate of Transaction Costs', *Review of Financial Studies* **12**(5), 1113–1141.

Levain, J. & Verley, P. (1987), *L'enquête sur les agents de change et le marché financier parisien au XIXe siècle*, Institut d'histoire économique et sociale de l'université de Paris 1, Recherches et Travaux, bulletin n°16, décembre.

Levine, R. (2005), Finance and Growth : Theory and Evidence, *in* P. Aghion & S. Durlauf, eds, 'Handbook of Economic Growth', Elsevier, Amsterdam, pp. 865–934.

Levine, R. & Zervos, S. (1998), 'Stock markets, Banks, and Economic Growth', *American Economic Review* **88**(3), 537–558.

Lévy-Leboyer, M. & Bourguignon, F. (1985), *L'économie française au XIXe siècle : analyse macro-économique*, Economica, Paris.

Liagre, M. (1900), 'Les valeurs mobilières cotées à la bourse de Lille', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 3, n°77.

Limouzineau, P. (1960), 'Le marché des capitaux de 1945 à 1959', *Revue économique* **11**(3), 443–481.

Lutfalla, G. (1960), *Le marché financier. Évolution du marché boursier de 1952 à 1960*, Rapport présenté au nom du Conseil économique et social, Paris.

Madhavan, A. (1995), 'Consolidation, Fragmentation, and the Disclosure of Trading Information', *Review of Financial Studies* **8**(3), 579–603.

Madhavan, A. (2000), 'Market microstructure : A survey', *Journal of Financial Markets* **3**(3), 205–258.

Majois, C. (2008), 'Transparence et microstructure des marchés : une revue de littérature', *Finance* **29**(2), 5–56.

Malkamäki, M. (1999), 'Are there Economies of Scale in Stock Exchange Activities ?', *Bank of Finland Research Discussion Paper n° 4/99* .

Margairaz, M. (1991), *L'État, les finances et l'économie. Histoire d'une conversion, 1932–1952*, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, Paris.

Marnata, F. (1973), *La Bourse et le financement des investissements*, Armand Colin, Paris.

Marseille, J. (2000), La Bourse sous l'Occupation, *in* O. Dard, J.-C. Daumas & F. Marcot, eds, 'L'Occupation, l'État français et les entreprises', Association pour le développement de l'histoire économique, Paris, pp. 415–425.

Martin-Achard, A. (1918), *La nationalité des sociétés anonymes*, Société suisse de droit international, Zurich.

Martin, M. (2006), 'Retour sur « l'abominable vénalité de la presse française »', *Le Temps des Médias* **6**(1), 22–33.

Mastin, J.-L. (2007), Capitalisme régional et financement de l'industrie, région lilloise, 1850-1914, PhD thesis, Université Lille 3, Lille.

Mastin, J.-L. (2010), The Resistance of the Lille Marketplace to National Convergence : A Regional Financial System between Autonomy and Sclerosis, 1880–1914, *in* P. Baubeau & A. Ögren, eds, 'Convergence and Divergence of National Financial Systems. Evidence from the Gold Standards, 1871-1971', Pickering & Chatto, London, pp. 29–50.

Mayor, A. (1913), Le développement des bourses en valeurs mobilières de la Suisse française, PhD thesis, Université de Zurich, Zurich.

Mériclet, G. (1859), *La Bourse de Lyon. Spéculations, conseils et anecdotes*, E. Dentu, Paris.

Michie, R. (1999), *The London Stock Exchange. A History*, Oxford University Press, Oxford.

Michie, R. C. (1985), 'The London Stock Exchange and the British Securities Market 1850–1914', *Economic History Review* **38**(1), 61–82.

Michie, R. C. (1997), 'Friend or foe ? Information technology and the London Stock Exchange since 1700', *Journal of Historical Geography* **23**(3), 304–326.

Ministère des Finances (1900), 'Le mouvement des valeurs mobilières françaises en France d'après les produits de l'impôt', Bulletin de Statistique et de Législation Comparée, juillet, 54–82.

Ministère des Finances (1905), 'Les valeurs admises à la cote officielle', Bulletin de Statistique et de Législation Comparée, septembre, 311–346.

Ministère des Finances (1939), *Code fiscal des valeurs mobilières*, Imprimerie Nationale, Paris.

Ministère des Finances (1963), *Statistiques et études financières. Supplément rétrospectif 1900 à 1930*, Imprimerie Nationale, Paris.

Mirabeau (1787), *Dénonciation de l'agiotage au Roi et à l'Assemblée des Notables.*

Mitchell, B. R. (2003), *International Historical Statistics : Europe, 1750-2000*, 5th edition, Palgrave MacMillan, London.

Mitchener, K. J., Oosterlinck, K., Weidenmier, M. D. & Haber, S. (2015), 'Victory or repudiation ? Predicting winners in civil wars using international financial markets', *Journal of Banking & Finance* **60**(novembre), 310–319.

Monier, F. (2013), 'Enquêter sur la corruption : Jaurès et la commission Rochette', *Cahiers Jaurès* **209**(3), 71–91.

Moreau-Néret, O. (1939), *Les valeurs mobilières*, Sirey, Paris.

Moreau-Néret, O. (1957), *Les valeurs françaises depuis 1940*, Sirey, Paris.

Neal, L. & Davis, L. (2005), 'The evolution of the rules and regulations of the first emerging markets : the London, New York and Paris stock exchanges, 1792–1914', *Quarterly Review of Economics and Finance* **45**(2), 296–311.

Neymarck, A. (1890), 'La cote officielle de la Bourse et la cote en Banque', *Revue des sociétés* **8**(8), 465–478.

Neymarck, A. (1911), *Finances contemporaines. VI : L'épargne française et les valeurs mobilières, 1872–1910*, Félix Alcan, Paris.

Nielsson, U. (2009), 'Stock exchange merger and liquidity : The case of Euronext', *Journal of Financial Markets* **12**(2), 229–267.

Noyes, A. D. (1893), 'Stock Exchange Clearing Houses', *Political Science Quarterly* **8**(2), 252–267.

Observatoire du financement des entreprises par le marché (OFEM) (2015), *Rapport annuel 2015*, Paris.

Occhino, F., Oosterlinck, K. & White, E. N. (2007), 'How Occupied France Financed Its Own Exploitation in World War II', *American Economic Review* **97**(2), 295–299.

Occhino, F., Oosterlinck, K. & White, E. N. (2008), 'How Much Can a Victor Force the Vanquished to Pay ? France under the Nazi Boot', *Journal of Economic History* **68**(1), 1–45.

O'Hara, M. (1995), *Market Microstructure Theory*, Blackwell Business, Cambridge.

O'Hara, M. & Ye, M. (2011), 'Is market fragmentation harming market quality ?', *Journal of Financial Economics* **100**(3), 459–474.

Oosterlinck, K. (2003), 'The bond market and the legitimacy of Vichy France', *Explorations in Economic History* **40**(3), 326–344.

Oosterlinck, K. (2010), 'French stock exchanges and regulation during World War II', *Financial History Review* **17**(2), 211–237.

Oosterlinck, K. (2012), Sovereign debts and war finance in Belgium, France and The Netherlands, *in* C. Buchheim & M. Boldorf, eds, 'Europäische Volkswirtschaften unter deutscher Hegemonie 1938–1945', Schriften des Historischen Kollegs, Oldenbourg Verlag, Munich, pp. 93–106.

Oosterlinck, K. (2017), 'Art as a Wartime Investment : Conspicuous Consumption and Discretion', *Economic Journal* **127**(607), 2665–2701.

Oosterlinck, K. & Riva, A. (2010), Competition among the French Stock Exchanges during the Second World War, *in* P. Baubeau & A. Ögren, eds, 'Convergence and Divergence of National Financial Systems. Evidence from the Gold Standards, 1871-1971', Pickering & Chatto, London, pp. 51–68.

Orsingher, R. (1964), *Les Banques dans le monde*, Payot, Paris.

O'Sullivan, M. (2007), 'The Expansion of the U.S. Stock Market, 1885–1930 : Historical Facts and Theoretical Fashions', *Enterprise & Society* **8**(3), 489–542.

O'Sullivan, M. (2016), *Dividends of Development : Securities Markets in the History of U.S. Capitalism, 1865–1922*, Oxford University Press, Oxford.

Ottaviano, G. & Thisse, J.-F. (2001), 'On economic geography in economic theory : increasing returns and pecuniary externalities', *Journal of Economic Geography* **1**(2), 153–179.

Oudin, M. & Vidal, E. (1900), 'L'organisation du marché libre à la Bourse de Paris', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 2, n°52.

Pagano, M. (1989*a*), 'Endogenous Market Thinness and Stock Price Volatility', *Review of Economic Studies* **56**(2), 269–287.

Pagano, M. (1989*b*), 'Trading Volume and Asset Liquidity', *Quarterly Journal of Economics* **104**(2), 255–274.

Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998), 'Why Do Companies Go Public ? An Empirical Analysis', *Journal of Finance* **53**(1), 27–64.

Pagano, M., Röell, A. A. & Zechner, J. (2002), 'The Geography of Equity Listing : Why Do Companies List Abroad ?', *Journal of Finance* **57**(6), 2651–2694.

Pardes, P. (1933), La Bourse de Bordeaux, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Parent, P. (1929), *La Bourse de Lille*, Impr. de Dollé, Lille.

Parlour, C. A. & Seppi, D. J. (2003), 'Liquidity-Based Competition for Order Flow', *Review of Financial Studies* **16**(2), 301–343.

Périé, C. (1915), L'admission des valeurs à la cote de la Bourse de Paris, PhD thesis, Université de Montpellier, Montpellier.

Petit, D. (1969), *Les valeurs mobilières et le marché financier*, Polycopié de cours, Institut d'Études Politique de Paris, 1969-1970, Paris.

Petit-Konczyk, M. (2004), 'L'émergence d'une bourse régionale : la bourse de Lille au XIXe siècle', *Revue Banques et Marchés* **novembre-décembre**, 44–55.

Petit-Konczyk, M. (2006), 'Hot and Cold Markets in the Paris Stock Exchange During Interwar Period', *Working Paper Université de Lille II* .

Petit-Konczyk, M. (2012), 'Le management bancaire des ouvertures de capital des entreprises françaises (1878–1881)', *Entreprises et Histoire* **67**(2), 71–86.

Piketty, T. (2013), *Le capital au XXIe siècle*, Seuil, Paris.

Piketty, T. & Zucman, G. (2014), 'Capital is back : Wealth-income ratios in rich countries 1700–2010', *Quarterly Journal of Economics* **129**(3), 1255–1310.

Plessis, A. (1983), 'La Bourse et la société française du Second Empire', *Romantismes* **13**(40), 41–52.

Plessis, A. (2007), Le Crédit lyonnais : une grande entreprise entre siège parisien et activités en zone non occupée pendant l'Occupation, *in* H. Joly, ed., 'L'Économie de la zone non occupée, 1940–1942', Éditions du CTHS, Paris, pp. 183–202.

Plessis, A. & Verheyde, P. (2003), Le Crédit lyonnais pendant l'Occupation, *in* B. Desjardins, M. Lescure, R. Nougaret, A. Plessis & A. Straus, eds, 'Le Crédit lyonnais, 1863–1986', Droz, Genève, pp. 889–951.

Pollin, P.-R. (1997), La Coulisse dans les archives policières au XIXe siècle, Master's thesis, Université d'Orléans.

Posner, E. (2009), *The Origins of Europe's New Stock Markets*, Harvard University Press, Cambridge.

Qu, Z. & Perron, P. (2007), 'Estimating and Testing Structural Changes in Multivariate Regressions', *Econometrica* **75**(2), 459–502.

Quennouëlle-Corre, L. (2012), 'Des marchés efficients ? Les bourses de New York et de Paris dans les années 1920', *Entreprises et Histoire* **67**(2), 54–70.

Quennouëlle-Corre, L. (2015), *La place financière de Paris au XXe siècle. Des ambitions contrariées*, Comité pour l'Histoire Economique et Financière Française, Paris.

Raffalovitch, A. (1896), *Le marché financier en 1895–1896*, Librairie Guillaumin et Cie, Paris.

Raffalovitch, A. (1931), *L'abominable vénalité de la presse. D'après les documents des archives russes, 1897–1917*, Librairie du travail, Paris.

Rajan, R. G. & Zingales, L. (2003), 'The great reversals : the politics of financial development in the twentieth century', *Journal of Financial Economics* **69**(1), 5–50.

Ramos, S. B. & von Thadden, E.-L. (2008), 'Stock exchange competition in a simple model of capital market equilibrium', *Journal of Financial Markets* **11**(3), 284–307.

Raynaud, B. (1918*a*), 'Le régionalisme économique', *Revue d'Économie Politique* **32**(2), 97–117.

Raynaud, B. (1918*b*), 'Le régionalisme économique (suite et fin)', *Revue d'Économie Politique* **32**(3), 266–289.

Reffait, C. (2007), *La Bourse dans le roman du second XIXe siècle. Discours romanesque et imaginaire social de la spéculation*, Champion, Paris.

Renz, J. (1933), *La Bourse des valeurs mobilières à Bâle. Étude historique et économique*, thèse Université de Neuchâtel, Imprimerie universitaire Heitz & Cie, Strasbourg.

Respondek, E. (1917), *Frankreichs Bank- und Finanzwirtschaft im Kriege*, G. Fischer, Jena.

Revest, V. & Sapio, A. (2012), 'Financing technology-based small firms in Europe : what do we know ?', *Small Business Economics* **39**(1), 179–205.

Revest, V. & Sapio, A. (2014), 'L'Alternative Investment Market : un modèle pour le financement des petites et moyennes capitalisations ?', *Revue d'économie financière* **2**(114), 167–188.

Revue économique (1951), 'Le Crédit National : Etablissement de crédit à moyen et long terme', *Revue économique* **2**(5), 657–674.

Rezaee, A. (2010), Le marché des obligations privées à la bourse de Paris au XIXe siècle : performances et efficience d'un marché obligataire, PhD thesis, Université d'Orléans, Orléans.

Ribière, R. (1913), De l'admission à la cote dans les bourses françaises de valeurs, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Ribot, A. (1924), *Lettres à un ami. Souvenirs de ma vie politique*, Éditions Bossard, Paris.

Ritcher, J. (1931), L'utilité économique de la coulisse, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

Ritter, J. R. & Welch, I. (2002), 'A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations', *Journal of Finance* **57**(4), 1795–1828.

Riva, A. (2005), Compétition entre places financières : les Bourses de Milan et de Gênes à l'époque giolittienne, 1894–1913, PhD thesis, Université d'Orléans & Universita di Genova.

Riva, A. (2007), 'Les bourses italiennes à l'époque giolittienne (1894-1913) : une analyse institutionnaliste de leur organisation', *Entreprises et Histoire* **48**(3), 9–28.

Riva, A. (2012*a*), 'Aux sources de l'histoire boursière régionale : les archives de la Compagnie des Agents de Change de Lyon', *Entreprises et Histoire* **67**(2), 148–150.

Riva, A. (2012*b*), 'Microstructures et risque de contrepartie : les bourses de Milan et de Gênes à l'épreuve de la crise de 1907', *Entreprises et Histoire* **67**(2), 37–53.

Riva, A. & White, E. N. (2011), 'Danger on the exchange : How counterparty risk was managed on the Paris exchange in the nineteenth century', *Explorations in Economic History* **48**(4), 478–493.

Roberts, R. (2010), The London Financial Crisis of 1914, *in* P. Baubeau & A. Ögren, eds, 'Convergence and Divergence of National Financial Systems. Evidence from the Gold Standards, 1871-1971', Pickering & Chatto, London, pp. 161–177.

Roberts, R. (2013), *Saving the City : The Great Financial Crisis of 1914*, Oxford University Press, Oxford.

Roll, R. (1984), 'A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market', *Journal of Finance* **39**(4), 1127–1139.

Romey, C. (2007), L'organisation de la Bourse de Paris, *in* P.-C. Hautcœur, ed., 'Le marché financier au XIXe siècle. Volume 1 : Récit', Publications de la Sorbonne, Paris, pp. 47–108.

Ronsin, F. (2003), *La guerre et l'oseille. Une lecture de la presse financière française, 1938–1945*, Éditions Syllepse, Paris.

Saint-Marc, M. (1974), 'Introduction aux statistiques monétaires et financières françaises (1807-1970)', *Revue internationale de l'Histoire de la Banque* **8**, 98–110.

Saint-Olive, P. (1861), *À l'occasion du nouveau Palais de la Bourse de Lyon*, Imprimerie d'Aimé Vingtrinier, Lyon.

Salefranque, L. (1900), 'L'impôt sur les opérations de bourse en France', Congrès international des valeurs mobilières, vol. 1, n°37.

Saudagaran, S. M. & Biddle, G. C. (1995), 'Foreign Listing Location : A Study of MNCs and Stock Exchanges in Eight Countries', *Journal of International Business Studies* **26**(2), 319–341.

Sauvy, A. (1984), *Histoire économique de la France entre les deux guerres*, Economica, Paris.

Say, J.-B. (1829), *Cours complet d'économie pratique. Tome sixième*, Chez Rapilly, Paris.

Say, L. (1883), *Les Finances de la France*, Guillaumin, Paris.

Say, L. (1886), 'Les interventions du Trésor à la bourse depuis cent ans', *Annales de l'École des Sciences politiques* **I**, 1–39.

Sayous, A.-E. (1938), 'La crise financière de 1709 à Lyon et Genève', *Revue d'histoire économique et sociale* **24**(1), 57–86.

Schmid, H. R. & Meier, R. T. (1977), *Die Geschichte der Zürcher Börse*, Verlag, Zurich.

Schwert, G. W. (1977), 'Stock exchange seats as capital assets', *Journal of Financial Economics* **4**(1), 51–78.

Seppi, D. J. (1997), 'Liquidity Provision with Limit Orders and a Strategic Specialist', *Review of Financial Studies* **10**(1), 103–150.

Sicotte, R., Vizcarra, C. & Wandschneider, K. (2010), 'Military conquest and sovereign debt : Chile, Peru and the London bond market, 1876–1890', *Cliometrica* **4**(3), 293–319.

Siegfried, J. & Lévy, R.-G. (1890), *Du relèvement du marché financier français*, Chaix et Guillaumin, Paris.

Silber, W. L. (2005), 'What happened to liquidity when World War I shut the NYSE ?', *Journal of Financial Economics* **78**(3), 685–701.

Silber, W. L. (2007), *When Washington Shut Down Wall Street : the Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy*, Princeton University Press, Princeton.

Sitri, R. (1979), *J'ai ou je prends. La Bourse des Valeurs et la Compagnie des Agents de Change à travers les âges*, La Pensée Universelle, Paris.

Soria, A. (1996), 'Le Palais du Commerce de Lyon', *Revue d'histoire consulaire* **11**(novembre), 24–28.

Stanziani, A. (2007), Spéculation, *in* A. Stanziani, ed., 'Dictionnaire historique de l'économie-droit, XVIIIe–XXe siècles', Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, pp. 275–288.

Stanziani, A. (2011), 'Hoarding, Speculation, and the Public Order of the Market in France, End of the Eighteenth Century–1914', *Law & Social Inquiry* **36**(3), 727–759.

Stigler, G. J. (1961), 'The Economics of Information', *Journal of Political Economy* **69**(3), 213–225.

Stigler, G. J. (1964), 'Public Regulation of the Securities Markets', *Journal of Business* **37**(2), 117–142.

Stoll, H. R. (1992), 'Principles of trading market structure', *Journal of Financial Services Research* **6**(1), 75–106.

Straus, A. (1985), Les marchés régionaux de valeurs mobilières : une approche comparative, *in* Chambre de Commerce et de l'Industrie de Marseille, ed., 'Banque et investissements en Méditerranée à l'époque contemporaine', Actes du colloque de Marseille, 4–5 février 1982, Marseille.

Straus, A. (2005), Auf, Ab, Auf : Der Finanzplatz Paris im 20. Jahrhundert, *in* C. M. Merki, ed., 'Europas Finanzzentren Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert', Campus Verlag, Francfort, pp. 83–96.

Straus, A. (2007), Conjoncture économique et marché financier, *in* P.-C. Hautcœur, ed., 'Le marché financier au XIXe siècle. Volume 1 : Récit', Publications de la Sorbonne, Paris, pp. 357–397.

Stulz, R. M. (1999), 'Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital', *Journal of Applied Corporate Finance* **12**(3), 8–25.

Sylla, R. (2006), 'Schumpeter Redux : A Review of Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales's Saving Capitalism from the Capitalists', *Journal of Economic Literature* **44**(2), 391–404.

Syndicat des banquiers en valeurs au comptant près la Bourse de Paris (1902), *Annuaire des valeurs inscrites à la cote du marché (comptant et terme)*, Jean Cussac éditeur, Paris.

Syndicat des banquiers en valeurs au comptant près la Bourse de Paris (1909), *Annuaire des valeurs inscrites à la cote du marché (comptant et terme)*, Jean Cussac éditeur, Paris.

Syndicat des banquiers en valeurs au comptant près la Bourse de Paris (1911), *Annuaire des valeurs inscrites à la cote du marché (comptant et terme)*, Complément à l'Édition 1909, Jean Cussac éditeur, Paris.

Tassin, G. (1994), 'Lille, 1882-1914 : un grand marché financier régional attaqué', *Économies et Sociétés, Série Histoire quantitative de l'économie française* **18**(3), 69–107.

Tassin, G. (2000), Le rôle du marché financier lillois dans le développement de l'économie du Nord-Pas de Calais de 1882 à 1914, PhD thesis, Université Paris XII, Paris.

Taylor, G. V. (1962), 'The Paris Bourse on the Eve of the Revolution, 1781–1789', *American Historical Review* **67**(4), 951–977.

Tchernoff, I. (1916*a*), 'La liquidation à la bourse, 1914–1915', *Journal des Économistes* **XLIX**(2), 243–254.

Tchernoff, I. (1916*b*), 'La loi du 31 mai 1916 restreignant le droit d'émission des valeurs mobilières', *Journal des Économistes* **LII**(3), 395–406.

Théry, E. (1900*a*), 'Les valeurs mobilières en France', Congrès international des valeurs mobilières, vol.2, n°42.

Théry, E. (1900*b*), 'Les valeurs mobilières étrangères en France. Leur rôle économique et les garanties qu'elles doivent offrir aux capitaux français', *Bulletin mensuel de la Société d'économie politique nationale* **3**, 85–116.

Thiveaud, J.-M. (1991), 'Marché à terme et principe de solidarité : la bataille de Sadowa à la Bourse de Paris', *Revue d'économie financière* **19**, 241–249.

Thiveaud, J.-M. (1998), 'La Bourse de Paris et les compagnies financières entre marché primaire et marché à terme au XVIIIe siècle (1695–1794)', *Revue d'économie financière* **47**, 21–46.

Thomas, W. A. (1973), *The Provincial Stock Exchanges*, Frank Cass, London.

Touchelay, B. (2008), 'La normalisation comptable en France. Un mariage de raison pendant l'Occupation', *Revue française de gestion* **188–189**(8), 383–401.

Tourraton, H.-E.-A. (1908), *Recueil des principales valeurs locales inscrites à la cote officielle de la Bourse de Toulouse*, Toulouse.

Toutain, J.-C. (1987), 'Le produit intérieur brut de la France de 1789 à 1982', *Économies et Sociétés* **XXI**(5).

Toutain, J.-C. (1996), 'Comparaison entre les différentes évaluations du produit intérieur brut de la France de 1815 à 1938 *ou* L'histoire économique quantitative a-t-elle un sens ?', *Revue économique* **47**(4), 893–919.

Tréteau, F. (1994), Le développement et les usages de la coulisse aux XIXe et XXe siècles, PhD thesis, Université Paris II, Paris.

Vaslin, J.-M. (1999), Le marché des rentes françaises au XIXe siècle et la crédibilité financière de l'État, PhD thesis, Université d'Orléans, Orléans.

Verdès, J. (1965), 'La presse devant le krach d'une banque catholique : l'Union Générale – 1882', *Archives de sociologie des religions* **10**, 125–156.

Verdès-Leroux, J. (1969), *Scandale financier et antisémitisme catholique. Le krach de l'Union générale*, Le Centurion, Paris.

Verley, P. (1989), 'Les sociétés d'agents de change parisiens au XIXe siècle', *Études et documents* **I**, 127–147.

Verley, P. (2007), Les opérateurs du marché financier, *in* G. Gallais-Hamonno, ed., 'Le marché financier au XIXe siècle. Volume 2 : Aspects quantitatifs des acteurs et instruments à la Bourse de Paris', Publications de la Sorbonne, Paris, pp. 21–86.

Verley, P. (2010), Organization of National Financial Markets and Convergence of Practices : Institutions and Networks of Parisian Brokers in Nineteenth-Century Parisian Financial Markets, *in* P. Baubeau & A. Ögren, eds, 'Convergence and Divergence of National Financial Systems. Evidence from the Gold Standards, 1871-1971', Pickering & Chatto, London, pp. 9–27.

Verley, P. (sd), *Dictionnaire des banquiers en valeurs (1880-1950)*, Manuscrit non publié.

Viaene, A. (2001), Les marchés à terme et conditionnels à la Bourse de Paris au XIXe siècle, PhD thesis, Université d'Orléans, Orléans.

Vidal, E. (1896), *L'action de 25 francs dans les sociétés par actions françaises*, Paris.

Vidal, E. (1900), 'Le cote et le marché en banque à Paris', Congrès international des valeurs mobilières, vol.4, n°145.

Vidal, E. (1919), *Les jours noirs à la Bourse de Paris (du 24 juillet au 7 décembre 1914)*, Auguste Picard, Paris.

Vigne, M. (1903), *La Banque à Lyon du XVe au XVIIIe siècle*, A. Rey, Lyon.

Villa, P. (1993), *Une analyse macro-économique de la France au XXe siècle*, CNRS, Paris.

Villa, P. (1997), 'Séries macro-économiques historiques. Méthodologie et analyse économique', *INSEE Méthodes* **62–63**.

Vuillermot, C. (1997), L'Énergie Industrielle : d'une société à un groupe de production-distribution d'électricité (1906-1945), PhD thesis, Université Lyon 2, Lyon.

Wahl, A. (1907), 'De la publicité des placements de titre suivant la loi du 30 janvier 1907', *Journal des Sociétés Civiles et Commerciales* **28**(5), 193–224.

Waldenström, D. & Frey, B. S. (2008), 'Did Nordic countries recognize the gathering storm of World War II ? Evidence from the bond markets', *Explorations in Economic History* **45**(2), 107–126.

Waldmann, A. (1888), *La profession d'agent de change : ses droits et ses responsabilités*, F. Pichon, Paris.

Waldmann, A. (1904), *Ministère obligatoire de l'agent de change. Critique de la jurisprudence de l'Arrêt de Cassation du 1er juillet 1885*, A. Rey et Cie, Lyon.

Waldmann, A. (1910), *La profession d'agent de change : ses droits et ses responsabilités*, 2nde édition, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris.

Waldmann, E. (1862), *Le Quatre Mars*, Imprimerie de Louis Perrin, Lyon.

Walker, D. A. (1990), 'Institutions and participants in Walras's model of oral pledges markets', *Revue économique* **41**(4), 651–668.

Walker, D. A. (2001), 'A factual account of the functioning of the nineteenth-century Paris Bourse', *European Journal of the History of Economic Thought* **8**(2), 186–207.

Walras, L. (1926), *Éléments d'économie pure ou Théorie de la richesse sociale*, Édition définitive, Pichon et Durand-Auzias, Paris.

Weber, M. (2010), *La Bourse*, Éditions Allia, Paris.

Weidenmier, M. D. (2002), 'Turning points in the US Civil War : Views from the Grayback market', *Southern Economic Journal* **68**(4), 875–890.

Weill, E. (1902), L'impôt sur les opérations de Bourse, PhD thesis, Université de Paris, Paris.

White, E. N. (2003), The Paris Bourse, 1724–1814 : Experiments in Microstructure, *in* S. L. Engerman, P. T. Hoffman, J.-L. Rosenthal & K. L. Sokoloff, eds, 'Finance, Intermediaries, and Economic Development', Cambridge University Press, Cambridge, pp. 34–74.

White, E. N. (2007), 'The Crash of 1882 and the Bailout of the Paris Bourse', *Cliometrica* **1**(2), 115–144.

White, E. N. (2011), Anticipating the Stock Market Crash of 1929 : the View from the Floor of the Stock Exchange, *in* J. Atack, ed., 'The Development of Financial Institutions and Markets', Cambridge University Press, Cambridge, pp. 294–318.

White, E. N. (2013), 'Competition among the Exchanges before the SEC : Was the NYSE a Natural Hegemon ?', *Financial History Review* **20**(1), 29–48.

White, E. N. (2016), The Long Shadow of Vichy : The Economic Consequences of Occupation, *in* J. Scherner & E. N. White, eds, 'Paying for Hitler's War : The Consequences of Nazi Hegemony for Europe', Cambridge University Press, Cambridge, pp. 103–125.

Willard, K. L., Guinnane, T. W. & Rosen, H. S. (1996), 'Turning Points in the Civil War : Views from the Greenback Market', *American Economic Review* **86**(4), 1001–1018.

Willems, H. & Buelens, F. (2006), 'The Second World War and the Belgian Stock Exchanges', *Journal of European Economic History* **35**(2), 315–348.

Winock, M. (2014), Les derniers feux de la Belle Époque. Chroniques culturelle d'une avant-guerre, 1913–1914, Seuil, Paris, chapter La République des camarades, pp. 146–154.

Zussman, A., Zussman, N. & Nielsen, M. Ø. (2008), 'Asset Market Perspectives on the Israeli–Palestinian Conflict', *Economica* **75**(297), 84–115.

Table des figures

1.1 Évolution des montants payés au titre de la taxe sur le revenu des valeurs mobilières, 1872–1914 . . . 10
1.2 Nombre de réunions, Chambre syndicale et Assemblée générale, CAC de Lyon, 1832–1967 . . . 18
1.A.1 Nombre de réunions, Chambre syndicale et Assemblée générale, CAC de Marseille, 1834–1967 . . . 24
1.A.2 Nombre de réunions, Chambre syndicale, CAC de Bordeaux, 1870–1899 . . . 25
1.A.3 Nombre de réunions, Chambre syndicale et Assemblée générale, CAC de Lille, 1892–1982 . . . 26
1.C.1 Extrait du PV de la Chambre syndicale de la CAC de Lyon, 4 juin 1832 . . . 27

2.1 Valeur des offices d'agents de change de province, 1835–1860 . . . 50

3.1 Localisation du lieu d'exploitation des compagnies gazières lyonnaises cotées à la Bourse de Lyon en 1848 . . . 72
3.2 Lieu d'exploitation des sociétés lyonnaises de tramways cotées à la Bourse de Lyon en 1899 . . . 81
3.C.1 Émission d'actions par les compagnies lyonnaises de tramways . . . 94

4.1 Exemple de droits de courtages à acquitter pour l'achat d'actions, comparatif national . . . 103
4.2 Nombre de cotations primaires, bourses françaises, 1898–1909 . . . 113
4.3 Valeur agrégée des cotations primaires, bourses françaises, 1898–1909 . . . 113
4.4 Localisation des entreprises introduites au Parquet, 1898–1909 . . . 116
4.5 Localisation des entreprises introduites en Coulisse, 1899–1909 . . . 116
4.6 Localisation des entreprises introduites à la Bourse de Lyon, 1898–1909 . . . 117
4.7 Localisation des entreprises introduites sur une place de province (hors Lyon), 1898–1909 . . . 117
4.8 Prédictions des modèles probit en fonction de la distance . . . 127
4.D.1 Prédictions des modèles probit en fonction de la distance (évaluées aux différents quartiles de l'âge) . . . 147
4.D.2 Prédictions des modèles probit en fonction de la distance (évaluées aux différents quartiles de la taille) . . . 148

4.E.1 La Bourse et sa Corbeille (dessin de Crafty, 1891) . . . 149
4.E.2 Aménagement du Palais Brongniart en 1908 . . . 149

5.1 Commissions reçues par les agents de change de Lyon, 1875–1913 . . . 159
5.2 Commissions reçues par les agents de change de Paris, 1875–1913 . . . 159
5.3 Synthèse, part de marché de Lyon (en %), 1875–1913 . . . 161
5.4 Impôt sur les opérations de bourse, comparatif national, 1895–1907 . . . 163
5.5 Impôt sur les opérations de bourse, comparatif national (part en %), 1895–1907 164
5.6 Valeur d'un office d'agent de change à Paris et Lyon, 1875–1913 . . . 166
5.7 Remboursement des bons de délégation de l'ancienne Chambre syndicale, 1883–1908 . . . 178
5.8 Déroulement d'une journée de bourse en France, autour de 1885 . . . 182
5.9 Règlements effectués par la Caisse syndicale de la Bourse de Lyon, Second Parquet, 1903–1913 . . . 194
5.10 Règlements effectués par la Caisse syndicale de la Bourse de Lyon, Opérations au comptant, 1900–1913 . . . 196
5.11 Règlements effectués par la Caisse syndicale de la Bourse de Lyon, Opérations à terme du marché officiel, 1896–1913 . . . 196
5.B.1 Mesures de dispersion de l'activité des agents de change à Lyon, 1900–1913 . . 203
5.B.2 Corrélation entre la valeur d'un office (année t) et les commissions reçues par un agent de change (année t-1), Bourse de Lyon, 1900–1913 . . . 204
5.B.3 Corrélation entre la valeur d'un office (année t) et l'impôt sur les opérations de bourse versé par un agent de change (année t-1), Bourse de Lyon, 1902–1913 . 204
5.C.1 Évolution mensuelle des cours boursiers (base 100 en août 1878), 1870–1885 . 206
5.D.1 Règlement particulier de la Bourse de Lyon, extrait annoté n°1 : À propos des négociations judiciaires ou forcées . . . 207
5.D.2 Règlement particulier de la Bourse de Lyon, extrait annoté n°2 : À propos des applications . . . 208
5.D.3 Règlement particulier de la Bourse de Lyon, extrait annoté n°3 : À propos de la constatation des cours de titres non officiellement admis aux négociations . . 209

6.1 Courtages et remises perçus par les bourses régionales en 1938 . . . 219
6.2 Fonctionnement simplifié des bourses officielles . . . 223
6.3 Part de marché de la Bourse de Lyon dans l'IOB versé au Trésor (en %) . . . 228
6.4 Impôt sur les opérations de bourse – Bourse de Lyon, Première Guerre mondiale 231
6.5 Impôt sur les opérations de bourse – Bourse de Paris, Première Guerre mondiale 232
6.6 Proportion de rendements quotidiens nuls (en %), Bourses de Bordeaux, Lyon et Paris, 1914–1915 . . . 237
6.7 Proportion de journées de bourse sans transaction (en %), Bourses de Bordeaux, Lyon et Paris, 1914–1915 . . . 238
6.8 Produits et résultats de la Caisse syndicale de la Bourse de Lyon, 1910-1920 . . 245

6.9 Impôt sur les opérations de bourse – Bourse de Lyon, Deuxième Guerre mondiale 248
6.10 Impôt sur les opérations de bourse – Bourse de Paris, Deuxième Guerre mondiale 250
6.11 Impôt sur les opérations de bourse (part en %) – Comparatif national, 1945–1958 260
6.A.1 Estimations du montant total des transactions au comptant et à terme – Bourse de Lyon, Première Guerre mondiale 263
6.A.2 Estimations du montant total des transactions au comptant et à terme – Bourse de Paris, Première Guerre mondiale 264
6.B.1 Ruptures structurelles, série Part de marché de Lyon, Seconde Guerre mondiale 267
6.C.1 IOB versé : Bourse de Lyon *versus* département du Rhône, 1897–1920 269
6.C.2 IOB versé par les départements disposant d'une bourse, 1913–1919 269
6.C.3 IOB versé par les départements disposant d'une bourse (en pour mille du PIB), 1913–1919 270
6.D.1 Extrait du Grand Livre de la CAC de Paris, mai 1939 270
6.D.2 Mouvements de la caisse de compensation, Bourse de Marseille, 1925–1939 . . . 271
6.D.3 Valeur des offices d'agent de change à Lyon, 1919–1939 271
6.D.4 Partition de la France suite à la convention d'armistice de juin 1940 272
6.D.5 Indice boursier, HCAC40, 1913–1918 273
6.D.6 Indice boursier, HCAC40, 1938–1945 273
6.D.7 Effets prorogés – Portefeuille titres de la Banque de France, 1915–1918 274

Liste des tableaux

1.1 Caractéristiques des bourses régionales françaises, 1870–1914 8
1.2 Quelques évènements marquants à la Bourse de Lyon, 1832–1967 16

2.1 Aperçu des cotes officielles de Bordeaux, Lyon et Marseille autour de l'instauration des parquets, 1844–1848 49
2.2 Aperçu de la croissance annuelle du secteur textile à Lyon, 1816–1849 (en %) . 51

3.1 Nombre et distribution des sociétés françaises cotées, 1871–1913 70
3.2 Titres d'établissements bancaires cotés officiellement à Lyon, fin 1880 78
3.B.1 Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Paris, 1845–1913 89
3.B.2 Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées en Coulisse, 1873–1913 . . 90
3.B.3 Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Lyon, 1843–1913 90
3.B.4 Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Bordeaux, 1845–1913 91
3.B.5 Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Lille, 1871–1913 91
3.B.6 Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Marseille, 1871–1913 92
3.B.7 Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Toulouse, 1871–1900 92
3.B.8 Distribution sectorielle des sociétés françaises cotées à la Bourse de Nantes, 1902–1913 93
3.B.9 Dix premières capitalisations boursières de la Bourse de Lyon, 1843–1901 . . . 93
3.B.10 Dix premières capitalisations boursières de la Bourse de Bordeaux, 1845 94

4.1 Horaire des sessions de bourse, bourses françaises, décennie 1900 101
4.2 Tarif de courtages en vigueur à partir de 1901 – Transactions sur valeurs privées françaises 102
4.3 Introductions en bourse, 1898–1909 : statistiques descriptives 114
4.4 Répartition sectorielle des sociétés introduites en bourse, 1898–1909 118
4.5 Mesures de la capacité d'attraction de chaque place financière, 1898–1909 . . . 119

4.6 Décomposition de la force d'attraction de la Bourse de Lyon, 1898–1909 120
4.7 Déterminants de l'introduction en bourse : Parquet, 1898–1909 (effets marginaux) 123
4.8 Déterminants de l'introduction en bourse : Coulisse, 1898–1909 (effets marginaux) 124
4.9 Déterminants de l'introduction en bourse : Lyon, 1898–1909 (effets marginaux) 126
4.10 Déterminants de l'introduction en bourse : Parquet *versus* Coulisse, 1899–1909 (effets marginaux) 129
4.11 Déterminants de l'introduction en bourse : modèle logit multinomial, 1898–1909 131
4.12 Déterminants de l'introduction sur une bourse non située à proximité, 1898–1909 (effets marginaux) 133
4.C.1 Test d'égalité de moyennes, Âge, sociétés introduites à Paris, 1898–1909 140
4.C.2 Test d'égalité de moyennes, Taille, sociétés introduites à Paris, 1898–1909 . . . 140
4.C.3 Test d'égalité de moyennes, Distance, sociétés introduites à Paris, 1898–1909 . . 140
4.C.4 Test d'égalité de moyennes, Âge, sociétés introduites à Lyon, 1898–1909 141
4.C.5 Test d'égalité de moyennes, Taille, sociétés introduites à Lyon, 1898–1909 . . . 141
4.C.6 Test d'égalité de moyennes, Distance, sociétés introduites à Lyon, 1898–1909 . . 141
4.C.7 Déterminants de l'introduction en bourse : Parquet, 1898–1909 142
4.C.8 Déterminants de l'introduction en bourse : Coulisse, 1898–1909 143
4.C.9 Déterminants de l'introduction en bourse : Lyon, 1898–1909 144
4.C.10 Déterminants de l'introduction en bourse : Parquet *versus* Coulisse, 1899–1909 145
4.C.11 Déterminants de l'introduction sur une bourse non située à proximité, 1898–1909 146

5.1 Estimation du volume des transactions à la Bourse de Lyon, 1895–1907 157
5.2 Nombre de valeurs bi-cotées entre Paris et Lyon, 1890 181
5.3 Admissions en bourse de valeurs françaises, 1898–1909 191
5.4 Nombre de valeurs cotées au Second Parquet de la Bourse de Lyon, 1900 192
5.5 Répartition des opérations à la Bourse de Lyon (en %) 195
5.A.1 Détermination de la dette de la Chambre syndicale de la Bourse de Lyon, 17 mars 1883 201
5.A.2 Répartition inter-agents des Bons de délégation, 17 mars 1883 202
5.B.1 Corrélation entre la valeur d'un office, les commissions reçues et l'IOB versé par un agent de change, Bourse de Lyon, 1900–1913 205

6.1 Taux d'imposition sur les opérations de bourse (par fraction de mille francs), 1893–1920 225
6.2 Taux d'imposition sur les opérations de bourse (par fraction de mille francs), 1938–1946 225
6.3 Nombre de valeurs ayant fait l'objet d'une transaction, Bourses de Bordeaux, Lyon et Paris, 1914–1915 235
6.4 Ruptures structurelles identifiées, série Part de marché de la Bourse de Lyon, 1938–1946 247

6.5 Ampleur des opérations effectuées à la Bourse de Lyon pour les Trésoreries Générales (TG) 256
6.A.1 Montant des transactions à la Bourse de Paris en 1906 261
6.B.1 Test de rupture structurelle, Première Guerre mondiale 265
6.B.2 Test de rupture structurelle, Deuxième Guerre mondiale 266
6.E.1 *Spreads* à la Roll (1984), Bourses de Paris, Lyon et Bordeaux, Première Guerre mondiale 275