

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

ALFRED NEYMARCK

Le crédit des compagnies de chemins de fer français. Leurs emplacements et amortissements

Journal de la société statistique de Paris, tome 33 (1892), p. 214-229

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1892__33__214_0

© Société de statistique de Paris, 1892, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

IV.

LE CRÉDIT DES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER FRANÇAIS

LEURS PLACEMENTS ET AMORTISSEMENTS

SOMMAIRE.

- I. — La légende des gros actionnaires, de la féodalité financière et des dividendes fabuleux.
- II. — Obligations de chemins de fer vendues et remboursées en 1891.
- III. — La garantie de l'État et les garanties présentées par les compagnies. — Obligations vendues et prix moyen de vente depuis 1885. — Facilités offertes par les compagnies aux capitalistes et porteurs de titres.
- IV. — Ce que rapportent les obligations de chemins de fer et les rentes. — Cours comparés en 1869, 1880, 1892.
- V. — Si les compagnies auraient pu emprunter plus avantageusement sous forme d'obligations 6 p. 100, 5 p. 100, 4 p. 100, au lieu d'employer le type 3 p. 100? — Les illusions des conversions.
- VI. — Les bénéfices que les remboursements procurent aux porteurs de titres. — Les amortissements annuels : l'extinction automatique de la dette des compagnies et l'État. — Les avantages du système financier français sur le système financier étranger.
- VII. — Documents annexes. — Tableaux des actions et obligations de chemins de fer émises, cotées, remboursées et restant en circulation fin 1891.

1

LA LÉGENDE DES GROS ACTIONNAIRES, DE LA FÉODALITÉ FINANCIÈRE ET DES
DIVIDENDES FABULEUX.

Messieurs et chers Confrères,

Dans de précédentes communications que j'ai eu l'honneur de faire à la Société de statistique (1), je vous ai entretenu du *Classement et de la Répartition des actions et des obligations de chemins de fer français* dans les portefeuilles de nos capitalistes ; j'ai appelé ensuite votre attention sur la situation faite aux compagnies par les lourds impôts qu'elles acquittaient et je vous ai montré ce qu'il fallait penser de cette *légende des gros dividendes* que recevaient les actionnaires : vous avez pu vous rendre compte ainsi que la légende des gros actionnaires et de la féodalité financière n'était pas plus fondée que celle des dividendes fabuleux qui leur étaient répartis.

Aujourd'hui, je désirerais vous soumettre une nouvelle statistique sur les chemins de fer à propos des émissions et des remboursements d'obligations pendant l'année 1891. C'est une des questions qui intéressent le plus vivement l'épargne française, car les actions et les obligations de chemins de fer disséminées à l'infini dans les plus petits portefeuilles représentent, aux cours actuels, un capital de 16 milliards environ et constituent la partie la plus saine et la plus sérieuse des placements de nos rentiers.

Dans cette étude, j'indiquerai le nombre d'obligations vendues pendant l'année 1891 ; le montant produit par ces ventes ; la moyenne du prix de vente par obligation ; le nombre et le montant en capital des obligations amorties pendant l'exercice écoulé.

Quels sont les moyens financiers employés par les compagnies pour réaliser les capitaux qu'elles empruntent au public ? Quel en a été le résultat au point de vue de leur crédit et de celui de l'État ? Quelle est l'importance des remboursements et amortissements annuels qu'elles effectuent ? Quels sont les avantages ou les inconvénients du type d'obligation 3 p. 100 rapportant 15 fr. brut remboursable à 500 fr., choisi par elles pour leurs émissions ? et enfin, quel est pour l'État et les contribuables l'avantage du système français sur les divers systèmes étrangers, au point de vue des résultats financiers de l'exploitation des compagnies de chemins de fer ? Tels sont les divers sujets que j'examinerai devant vous.

(1) *L'Épargne française et les Compagnies de chemins de fer. (Classement et répartition des actions et obligations dans les portefeuilles au 31 décembre 1889.)*

Communication faite à la Société de statistique de Paris, le 19 mars 1890. In-8°. 1890. Chez Guillaumin, éditeur.

Les Chemins de fer et l'impôt — La Légende des gros dividendes.

Communication faite à la Société de statistique de Paris, le 17 juin 1891. In-8°. 1891. Paris, chez Guillaumin, éditeur.

II

OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER VENDUES ET REMBOURSÉES EN 1891.

Voici tout d'abord le relevé des obligations vendues et remboursées en 1891 :

Obligations vendues et remboursées en 1891.

	NOMBRE d'obligations vendues en 1891.	MONTANT produit par ces ventes.	MOYENNE de vente par obligation.	NOMBRE d'obligations amorties.	MONTANT des remboursements d'obligations.
Est.	53,743	23,618,973.64	439.48	25,354	13,090,300
Midi	13,202	5,882,276.10	445.56	15,302	7,651,000
Nord	88,731	39,344,503.80	443.41	20,243	10,121,500
Lyon	34,993	15,519,316.80	443.4977	55,449	29,561,500
Orléans.	80,936	35,891,000 »	443.45	28,561	14,372,750
Ouest.	68,914	30,494,571.20	442.502	25,538	13,287,250
Totaux . . .	340,519	150,750,641.54		170,447	88,084,300

Il résulte de ces chiffres que :

1° Les compagnies de chemins de fer ont vendu, en 1891, à leurs guichets, 340,519 obligations, — soit plus de 1,000 obligations par jour non férié, — pour 150 millions 750,641 fr. 54 c., soit un prix moyen de vente de 442 fr. 70 c. C'est le prix le plus élevé que les compagnies aient réalisé ;

2° Le nombre d'obligations amorties a été de 170,447, pour la somme de 88,084,300 fr.

On remarquera que plusieurs compagnies ont remboursé cette année un plus grand nombre d'obligations qu'elles n'en ont émises.

La Compagnie du Midi a remboursé 15,302 obligations, pour la somme de 7,651,000 fr., alors qu'elle a émis seulement 13,202 titres, lui ayant produit 5,882,276 fr. 10 c.

La Compagnie de Paris-Lyon-Méditerranée a remboursé 55,449 obligations, pour la somme totale de 29,561,500 fr., alors que ses ventes d'obligations ont été de 34,993 titres, pour un total de 15,519,316 fr. 80 c.

Avant peu de temps, le fait constaté pour le Midi et pour le Lyon se produira dans toutes les compagnies : les remboursements annuels d'obligations dépasseront le montant des émissions. En effet, au fur et à mesure que les années s'écoulent et que se rapproche le terme fixé pour les concessions des compagnies, les amortissements annuels d'obligations sont de plus en plus importants et dépassent ceux qui ont été effectués pendant le précédent exercice. Les compagnies, ayant terminé les grandes artères de leurs réseaux, ont moins de travaux à exécuter, moins de dépenses à faire, moins d'emprunts à réaliser, et, conséquemment, moins d'obligations à émettre. Il résulte de cette situation que le montant total des obligations à rembourser annuellement dépassera bientôt celui que les compagnies émettront. Ainsi s'explique la faveur croissante des obligations de chemins de fer, que le public considère avec raison comme les valeurs de placement par excellence. Le rentier à qui échoit une ou plusieurs obligations appelées au remboursement, remplace les titres qui lui sont remboursés par des obligations similaires. Comme cette clientèle nouvelle d'acheteurs vient s'ajouter à celle des fidèles porteurs de titres anciens,

les demandes d'obligations continuent à affluer à la Bourse et aux guichets des compagnies ; les demandes sont plus nombreuses que les offres : de là, hausse constante des titres.

III

**LA GARANTIE DE L'ÉTAT ET LES GARANTIES PRÉSENTÉES PAR LES COMPAGNIES.
OBLIGATIONS VENDUES ET PRIX MOYEN DE VENTE DEPUIS 1885. FACILITÉS
OFFERTES PAR LES COMPAGNIES AUX CAPITALISTES ET PORTEURS DE TITRES.**

Rien de plus justifié, au surplus, que la confiance du public dans ces valeurs de premier ordre. On dit parfois que le grand succès des obligations de chemins de fer est dû pour beaucoup à la garantie de l'État qui s'attache à elles. Cela est vrai, sans doute, mais il est nécessaire de faire remarquer que, même sans cette garantie, les obligations de chemins de fer offriraient par elles-mêmes une sécurité exceptionnelle. En effet, les recettes annuelles que réalisent les Compagnies de l'Est, du Midi, du Nord, du Lyon, de l'Orléans, de l'Ouest, dépassent les sommes nécessaires au service de leurs obligations. Ces titres, solidement gagés par les résultats de l'exploitation, par le trafic des compagnies, ont une valeur intrinsèque qui leur est propre : la garantie de l'État vient maintenant par surcroît.

En voyant l'expansion considérable des obligations dans les portefeuilles de l'épargne et la faveur dont elles jouissent, on s'est demandé souvent aussi par quels procédés financiers les compagnies avaient pu réaliser, sans bruit, tous les capitaux dont elles avaient besoin, augmenter ou ralentir leurs ventes d'obligations, suivant l'étendue des travaux à exécuter, et obtenir ce résultat que les prix de vente d'une année sont constamment supérieurs à ceux des années précédentes.

Ainsi, depuis 1885, voici le relevé des obligations vendues par les six compagnies et le total du prix de vente :

ANNÉES.	OBLIGATIONS vendues.	TOTAL du prix de vente.
1885.	750,752	283,656,206.02
1886.	873,992	336,005,657.15
1887.	434,396	168,463,646.41
1888.	496,743	197,229,253.81
1889.	575,926	232,754,566.15
1890.	463,484	198,776,709.05
1891.	340,519	150,750,641.54
Totaux.	<u>3,935,812</u>	<u>1,567,636,680.13</u>

Quant au prix moyen de vente des obligations depuis 1885, il a suivi la progression ci-après :

Prix moyen de vente des obligations depuis 1885.

	1885.	1886.	1887.	1888.	1889.	1890.	1891.
Est.	371.45	380.09	382.07	390.25	395.12	416.07	439.48
Lyon.	376.08	384.318	385.263	400.306	408.91	428.35	443.49
Midi.	376.12	385.16	391.82	398.73	408.856	425.34	445.56
Nord.	384.22	398.40	395.25	401.547	411.52	437.05	443.41
Orléans.	377.67	384.91	393.57	399 »	404 »	433.65	443.45
Ouest.	376.318	385.334	390.22	396.71	405.60	430.79	442.502

Depuis 1885, les compagnies ont émis, sans publicité, sans bruit, à leurs guichets, près de 4 millions d'obligations, pour un capital de près de 1,600 millions. Pendant cette période, le prix moyen de vente s'est élevé de 68 fr. par obligation Est, de 67 fr. par obligation Lyon, de 69 fr. par obligation Midi, de 59 fr. par obligation Nord, de 66 fr. par obligation Orléans et Ouest. Nous sommes bien éloignés de l'époque où les compagnies de chemins de fer, ne se sentant pas assez fortes ni assez connues pour s'adresser directement aux rentiers, faisaient appel, en 1860, à la Banque de France pour placer leurs obligations dans le public ! Depuis lors, que de chemin parcouru ! Les guichets des gares sont maintenant autant de caisses où le rentier apporte son argent, souscrit à des titres dont il apprécie toute la valeur, et vient recevoir sans frais le montant des coupons qui lui sont dus. A-t-il un titre sorti au remboursement ? Veut-il faire inscrire ses obligations au nominatif ? Désire-t-il en acquérir de nouvelles ou faire renouveler les feuilles de coupons ? C'est la caisse de la gare qu'il chargera de ces soins. Ce n'est pas tout : les diverses compagnies se sont entendues entre elles pour donner au public les plus grandes facilités d'effectuer ces opérations multiples. Ainsi, les coupons des obligations de la Grande-Ceinture, par exemple, dont les intérêts et l'amortissement sont garantis par les six compagnies, sont payables dans toutes les gares françaises. De même encore, sur tel réseau, on paye les coupons des obligations Lyon ; sur tel autre, on paye ceux de l'Est, et ainsi de suite.

IV

CE QUE RAPPORTENT LES OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER ET LES RENTES. COURS COMPARÉS EN 1869, 1880, 1890.

La faveur qui s'attache aux obligations de chemins de fer se justifie et s'explique tout à la fois, et par la valeur intrinsèque qu'elles présentent, et par la garantie de l'État, et par les facilités de toute nature mises à la disposition des capitalistes et des porteurs de titres, pour l'achat sans frais de ces valeurs, pour l'encaissement des coupons, le paiement des titres sortis remboursables aux tirages, le renouvellement des feuilles d'arrérages. Quel a été le résultat de ces mesures aussi simples que pratiques, si intelligemment comprises et exécutées ? C'est que le crédit des compagnies est égal ; sinon supérieur à celui de l'État, c'est-à-dire que les compagnies peuvent emprunter moins cher que ne le ferait l'État lui-même, car le capitaliste se contente, avec les obligations, d'un revenu moins élevé qu'avec les rentes de l'État.

En voici la preuve :

Les obligations du Nord, de l'Orléans, de l'Ouest, du Midi, se négocient à 460 fr. ; elles rapportent, impôt déduit, 13 fr. 50 c., ce qui fait un revenu de 2 fr. 93 c. p. 100. Or, le 3 p. 100 amortissable, auquel les obligations peuvent être comparées, et qui est le fonds français coté le plus haut, vaut 98 fr. 50 c., rapportant 3 fr., soit 3 fr. 05 p. 100. Un revenu net de 300 fr. en obligations des grandes lignes coûte, à l'heure actuelle, 10,222 fr., tandis qu'un revenu net de 300 fr. en 3 p. 100 amortissable coûte 9,850 fr.

En janvier 1891, l'emprunt français de 869 millions a été émis à 92 fr. 55 c., en

3 p. 100, soit à un taux d'intérêt net de 3 fr. 25 c. p. 100, défalcation faite des frais d'émission, évalués à 1/3 p. 100.

Or, comme l'indique le relevé publié plus haut, le prix moyen de vente des obligations des six grandes compagnies a été, en 1891, de 442 fr. 70 c., correspondant à un taux d'intérêt pour le prêteur, sans amortissement, de 3 fr. 05 c. p. 100.

Si ces chiffres prouvent combien est merveilleux le crédit dont jouissent les grandes compagnies, ils montrent aussi combien il serait imprudent, par des mesures qui hantent toujours le cerveau de quelques législateurs, de risquer de le compromettre. Ils sont aussi une des meilleures justifications des conventions de 1883 dont M. Rouvier a été l'éloquent rapporteur et défenseur, conventions en vertu desquelles les compagnies de chemins de fer avaient pris l'engagement d'avancer à l'État les capitaux nécessaires pour l'achèvement des lignes construites par lui. Or, le prix de revient pour le Trésor des emprunts contractés par les compagnies pour son compte est, en somme, inférieur ou tout au plus égal au taux des emprunts conclus directement avec le public. Les charges de l'État n'ont pas été augmentées; son crédit a été ménagé : la progression constante des cours de la rente a été ainsi d'autant plus facilitée que le Gouvernement n'a pas eu besoin de réaliser, par des émissions publiques, le milliard et demi que les compagnies de chemins de fer ont placé dans le public, depuis 1884, sous forme d'obligations de chemins de fer (1).

Pour se rendre compte du développement du crédit des compagnies de chemins de fer, on pensera peut-être que prendre seulement, comme je viens de le faire, les cours de l'année 1891, est insuffisant. Pour répondre à cette objection, il est nécessaire de vous soumettre un court relevé rétrospectif.

En 1869, voici quels ont été les plus hauts et les plus bas cours des rentes 3 p. 100 et des obligations de chemins de fer, comparés aux cours actuels qui sont les plus élevés que ces titres aient encore cotés.

	1869.			1892.	
	PLUS HAUT.	PLUS BAS.	PRIX MOYEN.	COURS ACTUEL.	HAUSSE.
Rentes 3 p. 100	73.90	69.80	71.85	98 »	26.15
Obligations Est anciennes	337.50	323.75	330.625	457.50	126.875
— Fusion —	342.50	324 »	333.25	460 »	126.75
— Midi 3 p. 100	339.75	320 »	329.875	456 »	126.125
— Nord 3 p. 100	352.25	334 »	343.125	460 »	116.875
— Orléans 3 p. 100	345 »	327 »	336 »	461.50	125.50
— Ouest 3 p. 100	342 »	324 »	333 »	458 »	125 »

(1) On remarquera que ces placements considérables ont été effectués par les grandes compagnies sans qu'il soit nécessaire de faire négocier les obligations autrement que sur le marché au comptant. Par une décision en date du 5 mai, la Chambre syndicale des agents de change a pris la résolution d'admettre ces titres aux négociations à terme. Cette mesure pourrait avoir des conséquences assez graves si la spéculation s'occupait activement de ces titres de placement par excellence. Le *Siècle*, dont le directeur politique est M. Yves Guyot, ancien ministre des travaux publics, a publié, à ce sujet, la note suivante qu'il est intéressant de reproduire :

« La Chambre syndicale des agents de change vient de prendre une mesure qui causera un vif émoi parmi les millions de capitalistes qui possèdent des obligations de chemins de fer. La Chambre a décidé qu'à partir du 5 mai, ces titres seraient admis aux négociations à terme. Cette innovation ne prépare rien moins qu'un bouleversement du marché. Ce n'est pas sans motifs graves que depuis l'origine des compagnies, leurs obligations se sont toujours négociées exclusivement au comptant. Le marché du comptant échappe à l'influence de la spéculation parce que tout achat y nécessite un apport d'argent et toute vente une livraison de titres; ces conditions, on le comprend, sont un précieux élément de stabilité pour les

En 1869, le prix moyen de la rente 3 p. 100 a été de 71 fr. 85 c. et celui des obligations des six grandes compagnies de 336 fr. 875.

Aujourd'hui, le 3 p. 100 vaut 98 fr. et les obligations cotent en moyenne 458 fr. 25 c.

La hausse se chiffre donc par 121 fr. 375 par obligation rapportant brut 15 fr. et net 14 fr. 50 c. en 1869 et aujourd'hui 13 fr. 50 c.

Conséquemment, 3 fr. de rentes net en obligations auraient coûté, en 1869, 69 fr. 70 c., soit 2 fr. 15 c. moins cher que la rente 3 p. 100.

Aujourd'hui, 3 fr. de rentes en obligations coûtent 101 fr. 10 c., soit 3 fr. 10 c. plus cher que la rente 3 p. 100.

En d'autres termes :

En 1869, le 3 p. 100 rapportait, au cours moyen de l'année (71 fr. 85 c.),	4.17 p. 100
En 1880, le 3 p. 100 — — (84 fr. 20 c.),	3.56 p. 100
En 1892, le 3 p. 100 — — (98 fr. 00 c.),	3.06 p. 100

Aux mêmes époques, les obligations des six grandes compagnies de chemins de fer rapportent net d'impôts :

En 1869.	4.38 p. 100	, soit	0.21 p. 100	<i>en plus</i>	que la rente 3 p. 100.
En 1880.	3.54 p. 100	—	0.02 p. 100	<i>en moins</i>	—
En 1892.	2.93 p. 100	—	0.13 p. 100	<i>en moins</i>	—

Cette simple comparaison démontre, mieux que tous les raisonnements, le large développement du crédit des compagnies de chemins de fer. En 1869, un capitaliste qui aurait placé ses fonds sur les obligations de chemins de fer aurait obtenu un intérêt de 0 fr. 21 c. p. 100 plus élevé qu'en rentes sur l'État : en 1892, la situation

cours des valeurs, par conséquent pour le crédit des entreprises. A terme, au contraire, le premier venu peut acheter ce qu'il n'est pas en état de payer et vendre ce qu'il ne détient pas ; il suffit de donner un ordre et l'opération se résout par le gain ou la perte d'une différence en liquidation. Tout le monde sait, d'ailleurs, que les effets qui se négocient a terme éprouvent de continuelles fluctuations déterminées par les coups de crayon de l'agiotage. Est-il prudent, est-il avantageux d'exposer les obligations de chemins de fer à ces risques ?

« Nous croyons savoir qu'il y a environ deux ans, la Chambre syndicale des agents de change avait pressenti à cet égard le Gouvernement et les compagnies et qu'elle avait rencontré un accueil également défavorable auprès du ministre des finances et des conseils d'administration. Il est difficile de comprendre pourquoi on a persisté dans un projet dont les inconvénients ont été démontrés.

« Les compagnies placent leurs obligations dans une clientèle étendue, mais spéciale, qui recherche avant tout une sécurité absolue. Cette sécurité sera évidemment amoindrie, si, sur le marché à terme, la speculation a la possibilité de bouleverser les cours. L'acheteur qui, aujourd'hui, est à peu près sûr de retrouver ses prix d'achat, quand il veut vendre, n'aura plus cette certitude, il sera exposé à réaliser en subissant une dépréciation importante ; le capitaliste qui veut placer des fonds, mais n'a pas encore son argent disponible, pourra, de son côté, se voir en présence d'une majoration inattendue, lorsqu'il effectuera son placement. Il est fort à craindre que l'agitation permanente du marché ne trouble le public et ne le détourne de valeurs dont la stabilité a été jusqu'à présent le principal attrait.

« Mais, ce n'est pas seulement le crédit des compagnies qui est menacé, ce sont aussi les intérêts de l'État, car les compagnies font l'avance au Trésor des sommes qu'elles empruntent pour construire les nouvelles lignes ; ces avances sont remboursées par le budget, et il est clair que moins les compagnies pourront emprunter à des conditions avantageuses, plus les charges du budget seront lourdes.

« Nous considérons la décision de la Chambre syndicale des agents de change comme un péril financier, et nous croyons superflu d'en signaler les conséquences à l'attention du Gouvernement. »

est complètement modifiée. Le capitaliste qui voudrait effectuer une opération semblable, recevrait un intérêt inférieur de 0 fr. 13 c. p. 100 à celui que lui donnerait la rente 3 p. 100.

Ces chiffres prouvent donc que le crédit des compagnies, naguère inférieur à celui de l'État, lui est maintenant supérieur ou tout au moins égal (1).

V

SI LES COMPAGNIES AURAIENT PU EMPRUNTER PLUS AVANTAGEUSEMENT SOUS FORME D'OBLIGATIONS 6 P. 100, 5 P. 100, 4 P. 100, AU LIEU D'EMPLOYER LE TYPE 3 P. 100 ? LES ILLUSIONS DES CONVERSIONS.

Cette constatation était utile à établir. Dans ces derniers temps, en effet, en présence de la hausse et de la faveur croissante des obligations 3 p. 100 de chemins de fer, de leur crédit près du public de l'épargne, quelques critiques se sont élevées contre le type d'obligation 3 p. 100 adopté par les compagnies pour leurs émissions.

Ce type, a-t-on dit, grève l'État et les compagnies de sommes considérables comme intérêts et comme amortissement.

Il est impossible, étant donné que les obligations rapportent 15 fr., coûtent 460 fr. et sont remboursables à 500 fr., de profiter des avantages que des conversions successives auraient pu procurer si les émissions avaient été faites en obligations 6 p. 100, 5 p. 100, 4 p. 100, rapportent 30 fr., 25 fr. ou 20 fr., remboursables à 500 fr. et émises au pair ou tout près du pair.

Et, en effet, ajoute-t-on : émises en 6 p. 100, en 5 p. 100, en 4 p. 100, les obligations auraient pu être facilement converties en 5 1/2, en 5 p. 100, en 4 1/2, en 4 p. 100, en 3 1/2, en 3 p. 100. Chacune de ces opérations aurait permis aux compagnies d'alléger leurs charges et, par voie de conséquence, celles de la garantie d'intérêts accordée par l'État.

Il y a là, qu'on nous permette de le dire, une illusion d'optique que quelques chiffres permettront de dissiper.

Tout au début des compagnies de chemins de fer, de 1837 à 1850, nous ne voyons à la cote que des obligations de 4 et 5 p. 100 :

(1) D'après un tableau publié dans l'*Exposé général des motifs du budget de 1893* (p. 71, n° 1959), voici la plus-value dont le 3 p. 100 a bénéficié depuis la fin de l'Empire et celle qu'ont obtenue, pendant la même période, les obligations des grandes compagnies

	1869.	1876.	1891.	VARIATION entre 1891 et 1869.
Rente 3 p. 100	71.85	69 »	94.45	31 p. 100
Obligations Nord	338.03	324.64	448.11	33 —
— Fusion 1857	331.09	321.25	444.90	34 —
— — 1866	328.56	319.40	443.89	35 —
— Orléans 3 p. 100 anc.	334.309	323.815	445.50	33 —
— Est —	332.799	319.612	437.50	31 —
— Ouest —	330.625	320.766	442.50	34 —
— Midi —	328.61	320.449	442.25	35 —

Les obligations Saint-Germain (1839) à 4 p. 100 ; les obligations Paris-Versailles 5 p. 100, les obligations 5 1/2 p. 100, Montpellier à Cette ; les 5 p. 100 Mulhouse à Thann ; les Strasbourg à Bâle (1843) 4 p. 100 ; les Bordeaux à la Teste 4 p. 100 ; les Rouen-Havre, 4 p. 100.

Pendant cette époque, les obligations rapportent 4 1/2 et 5 p. 100, même davantage ; elles sont rarement cotées, se négocient difficilement, alors que pendant la période la plus prospère du règne de Louis-Philippe, le 3 p. 100 atteint 86 fr. 40 c. en 1845, rapportant ainsi 3.40 p. 100.

A partir de 1852, le placement des obligations 4 et 5 p. 100 devient de plus en plus difficile. Les 4 p. 100 Paris-Rouen tombent à 820 fr. en 1856 ; les Strasbourg-Bâle 4 p. 100 font 910 fr. ; les Lyon-Méditerranée 4 p. 100 font 470 fr. Il fallut alors songer à créer un type nouveau d'obligation et on choisit celui à 3 p. 100, parce que l'obligation ainsi émise donnant un bénéfice plus élevé au remboursement on supposait que le capitaliste souscrivant un titre à 300 fr., par exemple, serait d'autant plus séduit qu'il pourrait, en sacrifiant quelque peu sur les intérêts, réaliser un bénéfice de 50 à 75 p. 100, sur son prix d'achat, lors du remboursement de son obligation au taux de 500 fr.

C'est alors que nous voyons, en 1854, l'obligation Nord se négocier à 340 fr. et rapporter 4.40 p. 100, alors que les Paris-Versailles 5 p. 100 se négocient au-dessous de 1,000 fr. (de 960 à 990 fr.) et rapportent de 5 1/4 à 5 1/2, soit 3/4 à 1 p. 100 de plus que les 3 p. 100.

Non seulement, à cette époque, aucune conversion d'obligation 4 p. 100 et 5 p. 100 n'aurait été pratiquement réalisable, mais les compagnies éprouvaient une extrême difficulté à placer leurs nouvelles obligations 3 p. 100 ; on se rappelle qu'elles furent obligées, en 1860, de s'adresser à la Banque de France pour demander à cette institution d'ouvrir ses guichets et de faire une souscription publique (1).

Pendant toute la période qui s'écoule de 1852 à 1870, les obligations 5 p. 100 et 4 p. 100 sont les plus délaissées ; ce sont elles qui coûtent le service d'intérêt le

(1) Cette souscription fut close le 30 juin 1860. Il fut émis 1,023,000 obligations pour les compagnies suivantes :

	OBLIGATIONS à émettre.	OBLIGATIONS souscrites.
Ardennes.	100,000	115,995
Dauphiné.	24,000	42,768
Est	154,000	186,831
Lyon-Méditerranée.	275,000	492,250
Midi.	100,000	120,395
Orléans	200,000	494,593
Ouest	170,000	172,323
Totaux	1,023,000	1,625,155

Les souscriptions furent, à Paris, au nombre de. 13,480
 — dans les départements, au nombre de. 25,120
 Soit ensemble. 38,600

Les souscriptions de une et de deux obligations ne subirent aucune réduction. Il ne fut pas attribué moins de deux obligations aux souscriptions supérieures à ce chiffre, quelle que fût la proportion de l'attribution.

plus élevé; les 3 p. 100, au contraire, sont les plus recherchées et coûtent, aux compagnies, le moins cher. Ce même fait s'accroît depuis 1871 : il existe encore de nos jours.

Quelques rares obligations 5 p. 100 et 4 p. 100 sont cotées : ce sont les Est 5 p. 100; les Lyon 5 p. 100; les Méditerranée 5 p. 100; les Rhône et Loire 5 p. 100; les Orléans (1848) 4 p. 100; les Ouest 5 p. 100 (1854-1855); les Havre (1845-1847) 5 p. 100, etc. Leur marché est restreint, presque nul, et cependant elles rapportent légèrement plus que les obligations 3 p. 100 et conséquemment coûtent aux compagnies un intérêt plus cher que ces dernières.

En voici la preuve :

	PRIX.	REVENU brut.	REMBOURSE- MENT.	SOIT p. 100.	PERTE AU remboursement
Obligations Est 5 p. 100, 1852-1854-1856.	660	25	650	3.78	10
— Lyon 5 p. 100.	1,275	50	1,250	3.92	25
— Méditerranée 5 p. 100.	645	25	625	3.87	20
— Ouest 5 p. 100, 1853.	1,265	50	1,250	3.92	15

Ces diverses obligations 5 p. 100 rapportent brut de 3.78 p. 100 à 3.92 p. 100, et perdent au remboursement de 10 à 25 fr. par titre.

Les diverses obligations 3 p. 100, à 460 fr., rapportent brut 3.26 p. 100, soit 0.52 p. 100 en moins et donnent au remboursement 40 fr. de bénéfice par titre.

Pourquoi les obligations 3 p. 100 sont-elles plus recherchées ? Pourquoi le public se contente-t-il, avec elles, d'un revenu plus faible, alors qu'en achetant des obligations 5 p. 100 il obtiendrait un revenu plus élevé ? Parce que ces obligations 3 p. 100 donnent un bénéfice au remboursement, tandis que les titres 4 et 5 p. 100 se négociant au-dessus du pair, perdent au remboursement.

En émettant des titres d'un type 5 p. 100, 4 p. 100 au lieu de 3 p. 100, les compagnies auraient éprouvé de grandes difficultés et, loin de réaliser des économies, auraient été surchargées davantage et pendant plus longtemps.

Il a fallu 27 ans — de 1825 à 1852 — pour que l'État pût accomplir la conversion du 5 p. 100 en 4 1/2 p. 100; 10 ans, — de 1852 à 1862 — pour qu'il pût tenter une conversion du 4 1/2 en 3 p. 100. Le 5 p. 100 nouveau émis en 1871-1872 a été converti en 1883, soit 11 ans après l'émission. En 1887, le 4 1/2 (ancien fonds) et le 4 p. 100, qui dataient de 1825 et de 1852, ont pu être convertis totalement en 3 p. 100. Enfin, le Gouvernement en procédant en 1883 à la conversion du 5 p. 100 a accordé aux détenteurs de la nouvelle rente 4 1/2 p. 100 un délai de 10 ans qui expire en 1893, au mois d'août, avant de pouvoir reprendre le droit d'effectuer une nouvelle conversion.

Ces faits ne prouvent-ils pas que ces opérations sont plus difficiles à réaliser qu'on ne le croit ? Si l'État a rencontré des difficultés assez grandes pour patienter 27 ans, 10 ans et même 35 ans avant de pouvoir les effectuer, ne pense-t-on pas que ces mêmes difficultés auraient gêné les compagnies de chemins de fer ? Tant de causes peuvent empêcher les conversions ! Situation politique intérieure et extérieure, abondance plus ou moins grande des capitaux, mouvement économique et commercial, etc. Les combinaisons financières les mieux conçues, celles qui paraissent offrir les plus grandes chances de succès échouent parfois pour une raison

insignifiante. Les conversions sont, en apparence, les opérations les plus faciles à réussir : ce sont, en réalité, celles qui présentent les risques les plus sérieux et qui exigent la plus grande sûreté dans la préparation, la plus exacte opportunité dans la réalisation.

Admettons cependant que tous les emprunts des compagnies de chemins de fer, ayant été effectués en obligations 5 p. 100, les sociétés eussent procédé à des conversions en titres 4 1/2 ou 4 p. 100, que serait-il arrivé ? Nous n'avons pas grand mérite à le dire.

Quand le public aurait vu qu'au fur et à mesure de la hausse des obligations qu'il aurait souscrites ou achetées, on serait venu les lui rembourser ou lui en offrir d'autres rapportant un intérêt moindre, sa confiance se serait bien vite dissipée : il n'aurait pas tardé à se tenir sur ses gardes, à devenir défiant ! Il aurait considéré les obligations comme « la peau de chagrin » dont parle un romancier célèbre : il aurait constaté que leur revenu se « rétrécissait » chaque année dans sa main. Eût-il été bien habile d'employer un semblable procédé pour gagner et conserver la confiance du public ? Avec un tel système financier, jamais, je n'hésite pas à l'affirmer, les compagnies n'auraient pu placer dans l'épargne plus de 30 millions d'obligations, ayant coûté au prix d'émission près de 10 milliards 1/2 et valant aujourd'hui près de 12 milliards.

Il est facile de parler des conversions, de supputer les bénéfices qu'elles procurent ou auraient pu procurer .. quand elles sont faites. Autre chose est de les réaliser et c'est ce que les compagnies n'auraient jamais pu réussir. En escomptant à l'avance, en chiffrant les bénéfices éventuels de ces opérations, c'est, qu'on me pardonne la comparaison, agir comme ces bons rentiers qui, tranquillement assis au coin de leur feu, examinent le soir la cote de la Bourse, s'extasient devant les fluctuations du cours et, les pieds sur les chenêts du foyer, calculent qu'ils auraient gagné... tant, s'ils avaient acheté ou vendu telle ou telle valeur qui a haussé ou baissé. Les conversions, comme je l'ai déjà dit, c'est la soupe des Cordeliers dont parlait Turgot, cette soupe : « elle est à eux, disait-il, quand ils l'ont mangée. » Les conversions sont excellentes, productives, avantageuses... quand elles sont réalisées et, les réaliser, c'est là le point difficile, c'est par là qu'il faut commencer. Si elles réussissent, tout est bien ; si elles échouent, on a tué ou compromis le crédit de l'État ou des sociétés qui les ont entreprises.

Les conversions, disait à la Chambre un ministre des finances — que nous respectons tous et qui a été appelé à la plus haute charge de l'État, M le Président Carnot, — « les conversions sont mal comprises du public et *il faut éviter de les multiplier*. Les porteurs français considèrent toujours, à tort sans doute, qu'on les dépouille d'une part de leur avoir quand on réduit une portion de leurs rentes. Ils redoutent les conversions ; aussi *un type menacé de conversion prochaine est toujours frappé de discrédit* » (1).

Les compagnies de chemins de fer ont évité ces dangers : elles ont été heureusement inspirées en adoptant le type 3 p. 100 ; elles y ont trouvé, de même que l'État et le public, de sérieux avantages. C'est ce que j'espère avoir établi par des faits précis.

(1) *Séance de la Chambre des Députés : 8 avril 1886.*

VI

LES BÉNÉFICES QUE LES REMBOURSEMENTS PROCURENT AUX PORTEURS DE TITRES ;
LES AMORTISSEMENTS ANNUELS ; L'EXTINCTION AUTOMATIQUE DE LA DETTE DES
COMPAGNIES ET L'ÉTAT. LES AVANTAGES DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS SUR
LE SYSTÈME FINANCIER ÉTRANGER.

Il est enfin, Messieurs et chers Confrères, une autre considération sur laquelle je désirerais appeler votre attention. Vous avez remarqué l'importance croissante des remboursements annuels qu'effectuent les compagnies. Pendant l'année 1891, plus de 80 millions de francs d'obligations ont été remboursés. Si nous remontons à quelques années plus haut, en nous reportant, par exemple, à la plus récente statistique officielle publiée par le ministre des travaux publics, en 1888, nous relevons les chiffres suivants :

Au 31 décembre 1888, les six grandes compagnies avaient émis 3,059,000 actions et avaient réalisé un capital de 1,469,894,564 fr. Elles avaient amorti 131,485 actions pour un capital de 69,810,400 fr. Il leur restait à amortir, d'ici 1949 par l'Est, 1950 par le Nord, 1951 par l'Orléans, 1952 par l'Ouest, 1953 par le Lyon, 1955 par le Midi, un capital de 1,477,000,000 fr.

Au 31 décembre 1888, les six compagnies principales avaient émis 31,419,206 obligations ayant produit un capital de 10,067,373,316 fr. Elles avaient remboursé 2,094,906 obligations pour 1,102,652,700 fr. Il leur restait à amortir consécutivement 29,324,300 obligations pour un capital de 15,903,468,550 fr.

D'ici 1949 à 1955, soit dans 57 à 63 ans, elles devront rembourser 1,477,000,000 fr. d'actions et 15,903,468,550 fr. d'obligations, soit au total 17,380,468,550 fr. Le capital réalisé ayant été de :

	FRANCS.
Actions	1,469,894,564
Obligations	10,067,373,316
Total	11,537,267,880

La différence entre le capital réalisé et le capital à amortir est de 5,843,200,670 fr., qui représente le bénéfice au remboursement que les actionnaires et les obligataires auront obtenu.

Pendant l'année 1888, les sommes employées par les compagnies pour le service du capital-actions et pour les intérêts et l'amortissement des obligations se sont élevées aux chiffres suivants :

	DIVIDENDES et intérêts.	AMORTISSEMENT.	ENSEMBLE.
	— Francs.	— Francs.	— Francs.
Actions	154,565,680	3,543,300	158,108,980
Obligations	444,069,296	75,814,591	519,883,887
Totaux	598,634,976	79,357,891	677,992,867

Au fur et à mesure que nous nous rapprocherons de l'époque fixée pour la durée des compagnies, les amortissements des actions et des obligations augmenteront sensiblement. En 1891, les amortissements d'actions et d'obligations atteignent près de 85 millions ; avant peu, ils auront dépassé 100 millions par an.

Or, c'est là ce qui fait la supériorité du système financier des compagnies françaises, système qui permet à l'État, dans 60 ans d'ici, d'être propriétaire, sans qu'il lui en coûte un centime, de cette immense fortune représentant, au prix d'émission, plus de 10 milliards, et en valant 16 milliards aux cours actuels.

Supposez, en effet, que, comme dans plusieurs pays étrangers, l'État se fût substitué aux compagnies de chemins de fer. Aurait-il jamais pu amortir aussi facilement une dette aussi considérable ? Pour contracter cette dette, pour en effectuer le service d'intérêts et d'amortissement, il aurait commencé par créer des impôts et frapper les contribuables. Avec le système français, c'est sur les recettes qu'elles réalisent que les compagnies prélèvent les charges de leurs emprunts et remboursent totalement les dettes contractées. Ces charges sont fort lourdes et elles expliquent aussi pourquoi, lorsqu'on compare les tarifs, l'exploitation, le prix de revient des réseaux français à ceux des réseaux étrangers, on ne compare pas deux situations égales. A l'étranger, les États propriétaires de chemins de fer n'amortissent pas ou amortissent peu : en France, tout le capital emprunté s'amortit automatiquement chaque année. Et, du reste, n'avons-nous pas, chez nous, un exemple utile à rappeler ? L'État est possesseur d'un réseau qui lui a coûté 800 à 900 millions. Ces millions sont englobés dans notre dette publique et ne seront amortis qu'autant que la dette publique elle-même sera amortie ou remboursée.

Supposez encore qu'au moment où s'établissaient, en France, les premières lignes de chemins de fer, l'État, prévoyant le développement énorme que cette industrie naissante allait prendre, eût voulu créer, puis exploiter et diriger lui-même des réseaux ferrés absolument comme, après les avoir ou fondés ou expropriés, il exploite et dirige des réseaux télégraphiques et, depuis trois ans, des lignes téléphoniques. Supposez, en un mot, que toutes les lignes de chemins de fer aient appartenu et appartiennent à l'État et que, pour les construire, les exploiter, les développer, il n'ait pas dépensé des capitaux plus considérables que les compagnies privées qui se sont fondées. Quelle serait aujourd'hui la situation du contribuable et du Trésor ?

Au total énorme des 32 milliards de notre dette publique s'ajouteraient les 12 milliards de frais d'établissement des réseaux ferrés : nous aurions 12 milliards de plus en titres de rentes, tandis que ces milliards qui en valent 16 maintenant sont représentés par des actions et des obligations de chemins de fer ; l'épargne française, au lieu de pouvoir diviser ses placements en achetant des fonds publics, des actions et des obligations, n'aurait pu se porter que sur un seul genre de titres, la rente ; l'État ne gagnerait pas les 300 millions de recettes ou d'économies qu'il réalise annuellement avec les compagnies de chemins de fer, sous forme d'impôts et de redevances de toute nature, etc.

Nous serions surchargés d'une dette perpétuelle de 12 milliards s'ajoutant à celle que nous possédons déjà, dette dont nos arrière-neveux supporteraient le poids jusqu'au jour où on songerait à amortir la dette publique.

Grâce au système qui a été employé, grâce aux conventions intervenues à diverses reprises entre l'État et les compagnies, conventions qui ont fait de l'État,

suivant l'heureuse expression de notre collègue M. Yves Guyot, « l'associé des compagnies », grâce enfin à ce « mariage de raison » comme le disait aussi l'honorable M. Bazille, rapporteur au Sénat des conventions de 1883, les dettes contractées par les compagnies se remboursent et s'amortissent tous les ans; d'ici 1949 au plus tôt, 1955 au plus tard, soit dans 60 ans environ, toutes les actions et obligations émises par les compagnies auront été amorties, remboursées.

Il n'y aura plus ni actionnaires, ni obligataires, ni actions de capital, ni actions de jouissance, ni obligations; l'État se trouvera en présence du conseil d'administration des compagnies, conseil dont l'unique mission sera de remettre aux agents du Gouvernement, les lignes de chemins de fer et le matériel. Alors, sans bourse délier, l'État prendra possession d'un réseau ferré qui, à l'heure actuelle, vaut 16 milliards, réalise brut 1,440 millions de recettes et distribue aux actionnaires et obligataires, en dividendes, intérêts et amortissement, 677 millions par an, soit plus de la moitié de ce que coûte à l'État le service de la dette publique.

Que vaudra cet immense réseau dans 60 ans? Peut-être le double, peut-être le triple de sa valeur actuelle, si nous sommes sages, si nous sommes ménagers de cette grosse fortune: mais en s'en tenant seulement à ce qu'il rapporte en ce moment, en tenant compte des avances pour la garantie d'intérêt, on voit quelles ressources énormes il procurera au Trésor, quels bienfaits l'État pourra réaliser, soit que les recettes des chemins de fer soient appliquées à la réduction de la dette publique ou à des diminutions dans le prix de transport des voyageurs et des marchandises.

C'est là une réserve énorme pour les budgets de l'avenir et de telles espérances ne sont ni une utopie, ni un rêve. Soixante ans, dans la vie d'une nation, est un court espace de temps, « *breve ævi spatium* ». Nous pouvons espérer que nos enfants verront cette époque et que, malgré tous nos malheurs, malgré les désastres inoubliables que la France a supportés en 1870 et 1871, ils bénéficieront de ces richesses accumulées. Plus heureux que leurs pères, ils auront alors un réseau d'État sillonnant le pays dans tous les sens, ne coûtant rien au budget, rapportant, au contraire, des millions par centaines.

Aussi, Messieurs et chers Confrères, au risque de me répéter, car je ne cesse depuis de longues années de donner les mêmes conseils, est-il nécessaire que l'État ait le plus grand souci, soit économe de cette richesse dont il sera un jour le seul propriétaire, le seul bénéficiaire, le seul héritier. Bien loin de traiter en ennemies ces compagnies puissantes, bien loin de les accabler et de les pressurer en leur imposant de trop lourdes charges, son propre intérêt doit l'engager à écarter de leur route, les gênes, les embarras qui pourraient compromettre l'héritage de plusieurs milliards qui lui est réservé et d'éviter de porter atteinte à leur prospérité et à leur crédit dont j'espère vous avoir démontré le merveilleux épanouissement.

18 mai 1892.

Alfred NEYMARCK.

VII

DOCUMENTS ANNEXES.

Dans les tableaux qui suivent nous indiquons, comme documents annexes, d'après la *Cote officielle de la Bourse et l'Annuaire des agents de change* :

1° Le nombre d'actions de chemins de fer émises, remboursées et restant en circulation fin 1891 ;

2° Le nombre d'obligations de chemins de fer des Compagnies de l'Est, de Lyon, du Midi, du Nord, Orléans, Ouest, émises, remboursées et restant en circulation fin 1891 ;

3° Un résumé récapitulatif du tableau concernant les obligations.

Actions de chemins de fer.

DÉSIGNATION.	NOMBRE d'actions émises.	NOMBRE d'actions remboursées.	TOTAL restant en circulation.	DATE.
Est	584,000	45,839	538,161	1 ^{er} janvier 1892.
Lyon	800,000	»	800 000	Amortissement commençant en 1907.
Midi	250,000	7,172	242,828	1 ^{er} juillet 1891.
Nord	525,000	11,230	513,770	1 ^{er} juillet 1891.
Orléans	600,000	70,664	529,336	1 ^{er} janvier 1892.
Ouest	300,000	24,254	275,746	1 ^{er} janvier 1892.
Total général.	3,059,000	159,159	2,899,841	

OBLIGATIONS DES 6 GRANDES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER.

Est.

DÉSIGNATION.	OBLIGATIONS émises.	OBLIGATIONS amorties.	OBLIGATIONS restant en circulation.	DATE.
Est 5 p. 100.	368,828	30,819	338,009	1 ^{er} juin 1891.
— 3 p. 100 anciennes	2,300,000	230,685	2,069,315	1 ^{er} juin 1891.
— 3 p. 100 nouvelles.	1,690,635	49,720	1,640,915	1 ^{er} septembre 1891.
Ardennes 3 p. 100	455,500	43,579	411,921	1 ^{er} janvier 1892.
Strasbourg à Bâle.	24,000	12,093	11,907	1 ^{er} juillet 1891.
Dieuze 3 p. 100	5,900	635	5,265	1 ^{er} janvier 1892.
Montereau à Troyes	3,300	665	2,635	1 ^{er} juillet 1891.

Lyon.

Fusion anciennes	4,800,000	339,741	4,460,259	1 ^{er} janvier 1892.
— nouvelles	5,400,000	326,681	5,073,319	1 ^{er} octobre 1891.
Lyon 5 p. 100	80,000	40,666	39,334	1 ^{er} octobre 1891.
— 3 p. 100 1855.	250,000	27,161	222,839	1 ^{er} avril 1891.
Bessèges à Alais 3 p. 100.	22,610	2,391	20,219	1 ^{er} octobre 1891.
Bourbonnais 3 p. 100	400,000	46,996	353,004	1 ^{er} janvier 1892.
Dauphiné 3 p. 100	173,000	15,770	161,132	1 ^{er} juillet 1891.
Dombes et Sud-Est 3 p. 100.	80,000	4,107	78,737	1 ^{er} octobre 1891.
Lyon à Genève 3 p. 100	87,719	9,429	78,290	1 ^{er} janvier 1892.
— — 3 p. 100 1857	54,545	5,694	48,851	1 ^{er} janvier 1892.
Méditerranée 5 p. 100.	120,000	29,786	90,214	1 ^{er} avril 1891.
— 3 p. 100.	265,000	28,486	236,513	1 ^{er} juillet 1891.
Rhône et Loire 4 p. 100	102,614	7,419	95,195	1 ^{er} janvier 1892.
— 3 p. 100	63,643	7,478	56,165	1 ^{er} janvier 1892.
Saint-Etienne 5 p. 100 1850	2,500	6,923	3,077	31 décembre 1891.
Victor-Emmanuel 1862.	98,412	9,420	88,992	1 ^{er} octobre 1891.
Lyon à Avignon 1852	8,000	7,944	56	31 décembre 1891.
Audrezieux à Roanne 1 ^{er} ordre.	4,000	3,456	544	31 décembre 1891.
— 2 ^e ordre.	1,980	1,899	81	31 décembre 1891.
Grand Central 3 p. 100 1853-1854 (1)	»	»	73	31 décembre 1891.

(1) Par suite, soit de l'amortissement, soit de l'échange, il ne restait plus que 73 de ces obligations en circulation au 31 décembre 1891.

Midi.

Midi 3 p. 100 anciennes	2,900,000	216,157	2,683,843	1 ^{er} juillet 1891.
— 3 p. 100 nouvelles	433,188	12,989	420,199	1 ^{er} octobre 1891.
Bordeaux à La Teste.	941	859	82	1 ^{er} juillet 1891.

Nord.

Nord 3 p. 100	3,395,545	313,639	3,081,906	1 ^{er} juillet 1891.
Lille à Béthune.	30,000	2,059	27,941	31 décembre 1891.
Nord-Est	150,000	3,994	146,006	1 ^{er} avril 1891.
Picardie-Flandres	43,500	2,329	41,171	1 ^{er} juillet 1891.
Nord-Belges 3 p. 100	140,000	18,252	121,748	1 ^{er} novembre 1891.

Orléans.

Orléans 4 p. 100 1848.	13,333	1,889	11,444	1 ^{er} janvier 1892.
— 3 p. 100 anciennes.	4,000,000	405,136	3,594,864	1 ^{er} janvier 1892.
— 3 p. 100 nouvelles.	885,719	24,600	861,119	1 ^{er} octobre 1891.
Grand Central 3 p. 100 1855	300,000	28,068	271,932	1 ^{er} janvier 1892.
Paris à Orsay	6,000	3,052	2,948	1 ^{er} septembre 1891.

Ouest.

Ouest 3 p. 100 anciennes.	3,900,000	382,712	3,517,288	1 ^{er} juillet 1891.	
— 3 p. 100 nouvelles.	829,748	22,137	807,611	1 ^{er} octobre 1891.	
Ouest 5 p. 100 1852 (1 ^{re} émission).	41,936	36,536	32,593	3,943	31 décembre 1891.
— 1852 (2 ^e émission).	3,400				
— 1853	47,500				
— 1854	4,000				
Ouest 1855	336	26	310	31 décembre 1891.	
Ouest 4 p. 100.	6,000	895	5,105	31 décembre 1891.	
Rouen au Havre 5 p. 100 1845	10,000	45,000	10,716	4,284	31 décembre 1891.
— — 1847	5,000				
— 6 p. 100 1848	5,000				
Paris à Rouen 4 p. 100 1845	6,000	4,923	1,077	31 décembre 1891.	
— 5 p. 100 1847	5,000	26,750	18,336	8,414	31 décembre 1891.
— — 1849	3,750				
— — 1854	48,000				
Paris à Saint-Germain 5 p. 100 1842.	10,000	42,000	11,665	335	31 décembre 1891.
— — 1849.	2,000				
Paris-Versailles R. D. 1843.	6,400	6,274	126	31 décembre 1891.	

Résumé du Compte obligations par compagnie.

DÉSIGNATION.	TOTAL des diverses catégories d'obligations émises.	TOTAL des diverses catégories d'obligations amorties.	TOTAL des diverses catégories d'obligations restant en circulation.
Est.	4,848,163	368,196	4,479,967
Lyon (1)	11,732,789	870,502	10,862,287
Midi	3,334,129	230,005	3,104,124
Nord.	3,759,045	340,273	3,418,772
Orléans	5,205,052	462,745	4,742,307
Ouest	4,843,770	493,982	4,349,788
Total général	<u>33,722,948</u>	<u>2,765,703</u>	<u>30,957,245</u>

(1) Chiffres extraits du rapport de la Compagnie de Lyon, exercice 1891, pages 90 et 91.