Le financement des entreprises industrielles par leurs actionnaires : étude empirique d'un corpus de sociétés lyonnaises (1921-1953)

Industrial firms financed by their shareholders: An empirical study of a corpus of firms based in Lyon (1921-1953)

Hervé Joly

Édition électronique

URL : <https://journals.openedition.org/rei/6656>

DOI : 10.4000/rei.6656

ISSN : 1773-0198

Éditeur

De Boeck Supérieur

Édition imprimée

Date de publication : 15 décembre 2017

Pagination : 85-106

ISBN : 978-2-8073-9144-4

ISSN : 0154-3229

Référence électronique

Hervé Joly, « Le financement des entreprises industrielles par leurs actionnaires : étude empirique d'un corpus de sociétés lyonnaises (1921-1953) », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 160 | 4e trimestre 2017, mis en ligne le 15 décembre 2019, consulté le 03 juin 2022. URL : <http://journals.openedition.org/rei/6656> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/rei.6656>

LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES PAR LEURS ACTIONNAIRES : ÉTUDE EMPIRIQUE D'UN CORPUS DE SOCIÉTÉS LYONNAISES (1921-1953)

Hervé Joly, UMR Triangle (CNRS-Université de Lyon)
herve.joly@cnrs.fr

Mots clés : financement de l'industrie, sociétés par actions, augmentations de capital, cotation en bourse, émissions publiques, souscriptions d'actions.

Keywords: industry financing, joint stock companies, capital increases, flotation, public offerings, subscriptions of shares.

Qu'apportent les actionnaires au financement d'une entreprise ? Quel ratio s'établit entre leurs rémunérations sous la forme de dividendes et les souscriptions d'actions en numéraires ? L'apport des actionnaires est-il d'autant plus important qu'ils sont nombreux ? Que change le fait qu'une entreprise fasse appel au public, que ses actions soient cotées en bourse ? Autant de questions qui sont rarement traitées dans une perspective historique pour des corpus étendus. Des monographies d'entreprises peuvent les aborder à partir des archives internes, mais, à plus grande échelle, l'étude est beaucoup plus difficile. Les sources imprimées comme les rapports annuels, qui renseignent les annuaires de sociétés, sont surtout disponibles pour les entreprises cotées¹. Et, s'ils décrivent les modalités

¹ Voir, notamment, un article issu de la thèse non publiée de Pierre-Cyrille Hautcœur, « Le financement des entreprises françaises de 1890 à 1936 : une approche micro-économique sur données boursières », *Économie et statistique*, n° 268-269, 1993, pp. 141-157.

d'augmentation du capital, ils ne fournissent pas d'informations sur les souscripteurs, leur nombre, leur qualité, leur répartition, etc. Pour cela, il faut recourir aux déclarations de souscription déposées, jusqu'aux années 1960², dans la collection des actes de sociétés du greffe du tribunal de commerce du ressort du siège social. À partir d'une étude antérieure réalisée par l'exploitation du premier registre du commerce (1920-1954) pour un millier d'entreprises à l'échelle d'une région³, une déclinaison inédite a été menée pour 150 entreprises industrielles ayant eu leur siège dans l'arrondissement de Lyon. Les actes de l'ensemble des augmentations repérées dans le registre du commerce ont été consultés pour identifier les souscriptions en numéraires.

Le corpus initial portait sur 1043 entreprises ayant exploité, entre 1920 et 1954, dans l'ancienne région Rhône-Alpes, un établissement industriel ou commercial connu pour avoir atteint 100 salariés ; il a été restreint aux 150 entreprises ayant :

- une activité industrielle stricto sensu (hors mines, énergie, BTP, imprimerie, etc.) ;
- un statut de société par actions – société anonyme (SA) ou société en commandite par actions (SCA) – avant la fin de 1939 ;
- leur siège social dans le ressort du tribunal de commerce de Lyon avant la fin de 1939.

La plupart de ces entreprises ont existé comme telles pendant toute la période ; quelques-unes ont été créées après 1920 ; d'autres sont devenues des sociétés par actions ou ont transféré leur siège dans l'arrondissement de Lyon après cette date ; quelques-unes ont disparu par faillite ou fusion avant 1954, ou ont transféré leur siège ailleurs⁴ ; l'étude n'a alors porté que sur une chronologie plus restreinte. À partir de la consultation dans

2 Au-delà, on trouve généralement dans les actes de sociétés déposés les informations sur les augmentations de capital, mais plus les listes de souscripteurs.

3 Hervé Joly, François Robert (avec Alexandre Giandou), *Entreprises et pouvoir économique dans la région Rhône-Alpes (1920-1954)*, Lyon, Centre Pierre Léon d'histoire économique et sociale, coll. « Cahiers Pierre Léon », n° 4, 2003.

4 On relève aussi quelques cas d'abandon, au moins provisoire, du statut de société par actions après l'introduction, en 1925, dans le droit français du statut de société à responsabilité limitée (SARL).

la collection des archives départementales du Rhône (ADR)⁵ de centaines d'actes d'augmentations de capital réalisées entre 1921 et 1953⁶, 363 souscriptions contre espèces ont, à côté des augmentations par apports en nature ou sur réserves, été repérées, soit une moyenne de 2,4 par entreprise, ce qui est peu pour une période longue de quarante-trois ans.

DES SOUSCRIPTIONS UN PEU PLUS NOMBREUSES POUR LES SOCIÉTÉS COTÉES

Parmi les 150 entreprises étudiées, seules 45 sont connues, grâce aux annuaires des sociétés⁷, pour avoir eu des actions cotées au cours de la période⁸ ; un peu plus de la moitié (24) le sont avant 1921, les autres le sont plus ou moins tardivement. Sept cessent aussi d'être cotées avant 1954, soit parce qu'elles sont absorbées (3), soit parce qu'elles se retirent de la cote (4). Leur financement est ici comparé aux 105 autres qui n'ont pas été cotées. Les premières ont réalisé 144 appels à capitaux, soit une moyenne de 3,2 à peine supérieure aux autres sociétés. La cotation des actions apparaît donc comme un facteur favorable, mais il reste à préciser le lien de causalité : près d'un tiers des souscriptions ont été faites à un moment où la société n'était pas cotée. Les souscriptions pourraient encourager la cotation autant que l'inverse.

5 Série 6Up1 jusqu'en août 1940, 4007 W ensuite jusqu'en 1956.

6 Le premier registre du commerce est mis en place courant 1920 et abandonné courant 1954 ; toutes les modifications statutaires intervenues pendant ces deux années ne sont donc pas répertoriées.

7 *Annuaire Chaix : les principales sociétés par actions* (éd. 1892-1974) ; *Annuaire Desfossés. Valeur cotée en banque à la bourse de Paris* (éd. 1907-1949) ; *Annuaire SEF* (?-1949), qui fusionne avec le précédent pour devenir l'*Annuaire Desfossés-SEF* (1951-1981) ; *Annuaire de la Compagnie des agents de change de Lyon : annales des sociétés par actions de la région lyonnaise* (1903-1936).

8 On ne distingue pas ici selon les formes de cotations : il peut s'agir de cotations officielles à la bourse de Paris ou de Lyon, parfois aux deux, ou à d'autres bourses de province également, ou de cotations officieuses.

Tableau 1. Nombre de souscriptions
selon le type de sociétés, 1921-1953

	Sociétés actions cotées		Sociétés non cotées	Total
	Ensemble	dont souscriptions sous cotation		
Nombre de souscriptions	144	97	219	363
Moyenne par société	3,2	2,2	2,1	2,4

Dans le même sens, s'il ne se trouve qu'une seule société cotée, la SA des Blanchiments, teintures et impressions (SABTI, groupe Gillet), à n'avoir fait aucune souscription, elles sont 14 dans ce cas parmi les non cotées. Alors que seules 31 % des sociétés non cotées effectuent au moins trois souscriptions, 62 % des cotées sont dans ce cas. Mais la grande entreprise de l'électrometallurgie et de l'électrochimie Alais, Froges & Camargue (AFC, devenue Pechiney en 1951) reste l'exception avec neuf souscriptions, les suivantes, dont deux non cotées (les entreprises de construction électrique Électricité et mécanique toutes applications et Ébenoïd), ne dépassant pas sept.

Tableau 2. Répartition des sociétés étudiées
par nombre de souscriptions, 1921-1953

Nombre	Sociétés cotées	Sociétés non cotées
Aucune	1	14
Une	8	31
Deux	8	26
Trois	13	15
Quatre	6	8
Cinq	3	3
Six	2	5
Sept	3	2
Huit	0	0
Neuf	1	0

DES CAPITAUX PLUS IMPORTANTS DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES

L'écart est plus grand si l'on considère l'importance des capitaux apportés. En valeur nominale, les souscriptions représentent 5,3 milliards d'augmentations du capital pour les sociétés cotées, contre à plein plus d'un milliard pour les autres, mais, à elle seule, Pechiney, entreprise d'une importance exceptionnelle dans le corpus⁹, pèse pour 3,8. Les 44 autres sociétés cotées ne recueillent qu'un montant plus modeste de 1,5 milliard, soit une moyenne de 37 millions par entreprise, bien supérieure toutefois à celle des non cotées (10 millions). Mais alors que chez les cotées, la valeur médiane est de 16,5 millions, il se trouve 16 sociétés non cotées à dépasser ce montant, jusqu'à un maximum de 130 millions pour le fabricant villeurbannais de chaussures Bally-Camsat, filiale d'une maison suisse. Dans l'autre sens, quinze sociétés cotées ont des souscriptions totales inférieures à 9 millions. Il existe donc un décalage qui n'est pas si flagrant, d'autant plus que les sociétés cotées sont généralement plus importantes : leur capital social initial¹⁰ moyen était de 10 millions, alors que celui des non cotées n'était que de 2,6. Dans les deux catégories, le capital social a beaucoup augmenté jusqu'en 1954, en étant multiplié par 35 pour les premières, et par 20 pour les secondes. L'essentiel de la croissance nominale repose sur des augmentations sur réserves (ou des apports en nature) ; les souscriptions ne pèsent que 34 % chez les cotées, et 19 % chez les non cotées ; cet écart confirme cependant le caractère favorable de la cotation, même si le phénomène n'est pas massif.

Après la Libération, les souscriptions sont noyées parmi de très nombreuses augmentations sur réserves encouragées par la législation fiscale, qui accroissent le capital dans des proportions considérables, soit par création d'actions gratuites, soit par élévation du nominal. Même des entreprises ne faisant pas d'appel à capitaux voient leur capital multiplié jusqu'à plusieurs dizaines de fois, à l'image du fabricant de tulles Dognin SA (de 4 millions avant 1947 à 128 en 1953) ou de la SABTI (de 37,5 avant 1945

9 La direction générale avait été transférée à Paris depuis longtemps, mais le siège social est resté toute la période à son implantation lyonnaise d'origine.

10 En 1920, ou lorsqu'elles sont devenues des sociétés par actions dans le ressort du tribunal de commerce de Lyon.

à 625 en 1951). L'augmentation du capital des Filatures de schappe de 60 à 720 millions dans la même période ne repose que sur 75 millions de souscriptions. De même, celle des Papeteries Navarre de 150 à 1989 millions ne comporte qu'une seule émission de 100 millions en 1948.

La part réelle des souscriptions est même encore un peu plus faible dans les augmentations réalisées, dans la mesure où près d'un quart des entreprises (37) ont procédé dans la période à des réductions de capital, soit par annulation d'actions, soit par diminution de la valeur nominale de celles-ci, avant souvent de le réaugmenter. Le phénomène est particulièrement fréquent pendant les années de crise, de 1931 à 1936 (19 cas), mais il existe aussi dans les années 1920 (9 cas) ou sous Vichy (5 cas)¹¹. Il disparaît en revanche après 1945, sauf pour une entreprise qui apporte des actifs à une autre société.

L'écart entre l'apport nominal et l'apport réel en capitaux devrait être plus important : la cotation devrait inciter à des souscriptions d'actions à un prix supérieur à la valeur nominale. Pour les non cotées, l'écart de 7,5 % s'explique pour les trois quarts par le cas exceptionnel du fabricant de vêtements de travail Adolphe Lafont, non répertorié dans les annuaires comme coté, dont une unique souscription, avec appel au public, double le capital en 1949 avec une forte prime de 75 %¹² ; 90 % des autres souscriptions se font « au pair » (à la valeur nominale des actions), et les autres avec des primes en général faibles. Elles ne sont supérieures à 20 % que dans cinq cas, et à 50 % dans deux cas : outre le cas de Lafont déjà cité, la fabrique de soieries Gessner se distingue en 1945 avec une souscription à 600 %, pour une faible augmentation du capital nominal de 300 000 F. En revanche, pour les sociétés cotées, près de la moitié des émissions (48 %) se font avec primes. Si on ne considère que les souscriptions effectuées au moment où les sociétés sont effectivement cotées, le pourcentage atteint même 57 %. Pour les actions cotées, la prime dépasse 20 % dans un bon tiers des cas (19 sur 55), 50 % dans un cinquième (11), et 100 % dans trois, jusqu'à un maximum de 300 %. Mais l'écart entre apports nominaux et réels en capitaux n'est que de 12 %.

11 Certaines entreprises ayant procédé à plusieurs réductions, seule la première est considérée ici.

12 L'historien de l'entreprise, qui souligne le succès remarquable de cette émission auprès du public, ne fait pas état d'une cotation boursière ; Michel Brenier, « Adolphe Lafont, une entreprise et une famille, 1844 à 1970 », mémoire de maîtrise d'histoire (dir. Yves Lequin), Université Lumière Lyon 2, 1991, p. 102.

Tableau 3. Apports en capitaux selon les types de sociétés, 1921-1953

	Ensemble	Sociétés non cotées	Sociétés cotées	dont actions cotées
Apports nominaux	6 373,4	1 088,2	5 285,2	4 933,6
Apports réels	7 083,5	1 171,2	5 912,3	5 526,5

UN RYTHME DE SOUSCRIPTIONS MARQUÉ PAR LA CONJONCTURE

Le rythme des souscriptions est très irrégulier. Les souscriptions sont nombreuses au cours de la première décennie, avec 48 % du total entre 1921 et 1930. Leur fréquence s'effondre dans la décennie suivante, avec la crise. La période de Vichy est plus favorable, avant une forte relance dans l'après-guerre qui ne renoue cependant pas avec les niveaux des années 1920. La courbe est semblable pour les souscriptions d'actions effectivement cotées.

Tableau 4. Répartition des souscriptions par périodes

	Ensemble souscriptions	dont souscriptions actions cotées
1921-1930	174	47
1931-1940	57	10
1941-1944	40	10
1945-1953	92	30
Total	363	97

La courbe des montants nominaux souscrits accentue celle du nombre des souscriptions. En francs courants, les volumes s'élèvent un peu dans les années 1920, s'effondrent dans les années 1930 pour devenir négligeables, avant de remonter à des niveaux inégalés dans les années d'après-guerre. Les souscriptions d'actions cotées représentent l'essentiel, au point que les courbes se confondent, sauf autour de 1949. Mais la présence de Pechiney les impacte trop, par l'importance exceptionnelle de ses souscriptions.

Si on écarte cette entreprise, la courbe est moins écrasée, les souscriptions des années 1920 apparaissent plus importantes, et la part des actions cotées est moins hégémonique.

L'importance de l'inflation après la Grande Guerre nécessite toutefois de raisonner plutôt en francs constants. Les souscriptions des années 1920 apparaissent alors beaucoup plus importantes, et celles très élevées en francs courants de l'après-1945 bien plus modestes. Même sans Pechiney, les actions cotées représentent l'essentiel.

Si l'on prend en compte les montants effectivement apportés avec les primes, les courbes ne sont pas très différentes. Les souscriptions des années 1920 restent les plus importantes ; les primes ne suffisent pas à

compenser la forte inflation de l'après-Seconde Guerre mondiale, même si les valeurs nominales des actions sont souvent augmentées par incorporations de réserves. La part des actions cotées est également moins grande dans les apports réels. Des souscriptions importantes sont effectuées pour des actions pas, ou du moins pas encore cotées.

Les émissions d'actions nouvelles ne sont donc pas un moyen de lutter contre les difficultés financières. Elles n'interviennent pas pendant les périodes de crise, mais plutôt pendant celles de croissance ou, dans le cas particulier de la période de Vichy, lorsqu'il existe d'importantes liquidités disponibles. Les émissions tendent plutôt à aller au secours du succès.

Plus on avance dans le temps, plus les souscriptions d'actions cotées, plus nombreuses, tendent à représenter une part croissante des apports en capitaux. Mais, en francs constants, les montants, s'ils dépassent ceux des années 1930, baissent considérablement dans l'après-guerre par rapport aux années 1920, et ne retrouvent même pas les niveaux des quatre années de Vichy. Et, si l'on écarte la part exorbitante de Pechiney, le montant des fonds collectés pour les actions cotées devient faible.

Tableau 5. Souscriptions nominales en francs courants et montants collectés en francs constants (en millions)

	Souscriptions nominales F courants	dont souscriptions nominales actions cotées	dont souscriptions nominales actions cotées (hors Pechiney)	Montants collectés F 1938	dont actions cotées F	dont actions cotées hors Pechiney
1921-1930	907,0	418,5	294,9	1 685,7	883,8	525,7
1931-1940	199,0	109,6	23,5	269,9	167,0	29,2
1941-1944	922,7	841,4	82,4	535,9	490,3	46,8
1945-1953	4 344,7	3 564,1	754,6	322,9	263,3	60,3
Total	6 373,4	4 933,6	1 154,6	2 814,4	1 804,4	662,1

DES SOUSCRIPTIONS AUX MODALITÉS ET FINALITÉS VARIABLES

Une grande différence selon que les actions sont cotées ou non au moment de la souscription concerne le nombre de participants : dans la première hypothèse, dans plus des trois quarts des cas (77 %), il atteint la centaine, et même le millier pour près d'un tiers (31 %) ; les souscriptions de Pechiney font encore exception en dépassant les dix mille à partir de 1924, la dernière en 1947 atteignant même l'effectif considérable de 93 661. Les Papeteries Navarre suivent à distance avec deux souscriptions à 5-6000 participants en 1942 et 1948, après avoir été en dessous du millier en 1925. Les Filatures de Schappe et la Laitière moderne dépassent les 3000 dans l'après-1945. Ces larges émissions sont presque toujours faites par appel au public à l'épargne, au-delà du cercle des anciens actionnaires, même si ceux-ci conservent généralement leurs droits de préférence. En revanche, lorsque les actions ne sont pas connues comme cotées, le nombre ne dépasse la centaine que dans 9 % des cas, et (légèrement) le millier dans moins d'1 % des cas. Le nombre médian de souscripteurs n'est que de 14. Dans la plupart des cas, il ne s'agit que d'un cercle restreint d'administrateurs et d'autres proches des dirigeants. Mais la cotation n'apparaît pas nécessaire pour avoir de nombreux actionnaires. La Société lyonnaise de soie artificielle (future Société lyonnaise de textiles) réalise ainsi cinq souscriptions avec plusieurs centaines de

participants avant d'être cotée en novembre 1928 ; cette inscription lui permet de dépasser le millier l'année suivante ; sa concurrente dans la branche, la Société française de Tubize, est cotée la même année, après une première souscription deux ans plus tôt réalisée avec plus de mille participants. Pour ces deux entreprises, les émissions se sont faites par appel au public, donc au-delà du cercle des anciens actionnaires, sans que cela débouche sur une cotation formelle immédiate. En revanche, l'une et l'autre n'en ont plus réalisé une fois cotée, la seconde faisant d'ailleurs rapidement de mauvaises affaires avec la crise qui la contraint de mettre durablement à l'arrêt son usine de Vénissieux (Rhône). Les Aciéries de Firminy, également en difficultés à partir des années 1930, avec une vingtaine d'exercices sans dividende, n'ont plus fait appel à leurs quelque 2300 actionnaires après 1925. La cotation vise moins à prélever des capitaux supplémentaires qu'à permettre à des actionnaires nombreux, qui entretiennent un rapport plus lointain à l'entreprise, de céder plus facilement leurs titres.

Il convient aussi d'examiner les conditions dans lesquelles interviennent les souscriptions. Lorsque les actions sont cotées, on peut comparer leur prix d'émission à leur valeur réelle. Si le premier est inférieur à la seconde, la souscription peut apparaître, dans la mesure où il existe un droit de préférence pour les anciens actionnaires, comme une faveur faite à ceux-ci, qui peuvent élargir leur portefeuille dans des conditions avantageuses.

Les actions nouvelles de la tréfilerie d'or et d'argent pour la soierie Bocuze & Cie, cotée aux bourses de Paris et de Lyon à partir de 1913, se situent ainsi, même lorsqu'elles sont proposées avec une prime faible (1944) ou importante (1929), à un prix très inférieur au cours médian des actions pendant l'année concernée, jusqu'à moins d'un quart de celui-ci en 1923 et 1944. À ce prix-là, l'entreprise ne cherche à l'évidence pas à récupérer un maximum de capitaux.

Tableau 6. Prix des émissions d'actions nouvelles de Bocuze & Cie comparé au cours médian des actions, 1921-1953

Souscriptions	Nominal action	Prix action nouvelle	Cours médian actions année
Août 1923	250 F	250 F	1 042 F
Mars 1929	250 F	500 F	1 237 F
Juillet 1944	250 F	270 F	1 202 F
Octobre 1953	2 500 F	2 500 F	3 275 F

Le phénomène est un peu moins net pour la Laitière moderne, mais également significatif. On voit bien que, même si une prime de 100 % est appliquée en 1929-1930, le prix des émissions est très loin d'avoir suivi l'élévation considérable du cours de la bourse juste avant la crise.

Tableau 7. Prix des émissions d'actions nouvelles de la Laitière moderne. Le Bon Lait comparé au cours médian des actions, 1921-1953

Souscriptions	Nominal action	Prix action nouvelle	Cours moyen actions année
Août 1923	100 F	125 F	157 F
Novembre 1925	100 F	105 F	190 F
Décembre 1927	100 F	110 F	204 F
Novembre 1929	100 F	200 F	625 F
Novembre 1930	100 F	200 F	513 F
Décembre 1934	100 F	100 F	451 F
Novembre 1946	200 F	275 F	s.i.

Même pour Pechiney où les actionnaires sont très nombreux, les prix d'émission sont également inférieurs au cours des actions, en particulier lorsque ceux-ci s'envolent, comme en 1929. La prime, même fortement augmentée à 200 %, est loin de suivre la croissance des cours. C'est le cas également sous Vichy, avec une émission réalisée en octobre 1944, mais décidée en avril, qui ne s'effectue qu'à un dixième du cours médian de l'année ! Les actions nouvelles sont véritablement bradées.

Tableau 8. Prix des émissions d'actions nouvelles d'AFC (Pechiney) comparé au cours médian des actions, 1921-1953

Souscriptions	Nominal action	Prix action nouvelle	Cours médian actions année
Août 1921	500 F	550 F	630 F
Juin 1924	500 F	685 F	1 002 F
Décembre 1926	500 F	625 F	1 585 F
Mai 1929	500 F	1 500 F	3 977 F
Août 1938	500 F	800 F	(1 552 F*)
Août 1941	500 F	550 F	2 750 F
Octobre 1944	500 F	600 F	6 110 F
Octobre 1947	500 F	550 F	1 535 F
Octobre 1951	2 500 F	2 625 F	4 300 F

* Cours à la date de la souscription.

Les souscriptions apportent d'autant moins de capitaux nouveaux qu'elles sont parfois réalisées, au moins en partie, par compensation : des créanciers de l'entreprise reçoivent ainsi des actions nouvelles en échange de leurs avoirs. Il peut s'agir de proches des dirigeants qui disposent d'un compte courant à la société. Ainsi, en 1938, lorsque le capital de la fabrique de soieries non cotée Bianchini-Férier est porté au pair de 7 à 20 millions, les cinq souscripteurs membres des deux familles fondatrices éponymes apportent 12 millions de francs par compensation, seul Albert Férier payant par ailleurs 1 million en espèces. L'augmentation correspond donc à la réinjection dans le capital d'une partie des rémunérations accumulées par les actionnaires. De même, pour Chimiotecnic en 1949, les 23 souscripteurs sont tous titulaires d'un compte courant à la société qui leur permet de couvrir les 20 millions appelés. Parfois, des sociétés mères convertissent leurs créances dans leur filiale, à l'image de la Fabrique de soie artificielle de Tubize en Belgique pour la Société française en 1926 (50 780 actions ainsi acquises sur 100 000 émises) et en 1928 (37 500 actions sur 100 000 émises). Le phénomène concerne plus marginalement les sociétés cotées. En 1925, les Papeteries Navarre, après avoir réduit leur capital de 40 à 16 millions en échangeant 5 actions anciennes contre 2 nouvelles, le portent à 26 millions par une augmentation réservée aux créanciers spéciaux : on retrouve parmi eux des banques régionales (Banque privée, Banque Charpenay, Banque régionale du Centre) et des entreprises industrielles partenaires, fournisseuses de pâtes à papier en particulier. Ce n'est que dans un second temps qu'une émission de 12 millions par appel au public est réalisée.

Dans les années 1920, face à l'inquiétude panique d'une prise de contrôle hostile, notamment étrangère, des entreprises au capital plus ou moins ouvert, des émissions particulières créent des actions à droit de vote plural. Celles-ci n'ont pas pour objectif premier de faire entrer des capitaux dans les caisses. Elles portent sur des montants limités et sont réservées à des actionnaires agréés par le conseil d'administration. On relève 22 souscriptions offrant, en partie (9) ou en totalité (13), de telles actions de 1924 à 1931 ; elles concernent 19 entreprises différentes, Pechiney, la Lyonnaise de textiles et les verreries Souchon-Neuvesel en réalisant à deux reprises. Ces actions sont nominatives et cessibles seulement avec l'agrément du conseil d'administration. En 1928, 2400 actions P avec un droit de vote quintuple sont ainsi émises au pair par la société métallurgique Gindre-Duchavany, à côté de 5600 actions ordinaires au même prix. Les premières rassemblent

12 000 droits de vote sur un total de 29 600. Les six acquéreurs d'actions P sont tous membres de la famille fondatrice Gindre, déjà détentrice de l'essentiel des actions ordinaires depuis la formation de la SA en 1923. La même année, à la Manufacture de velours et peluches J. B. Martin, le jeu est un plus ouvert. Ils sont 165, parmi notamment les descendants du fondateur de la première société en 1833, à souscrire, pour 1,3 million, 2600 actions P ; leur droit de vote dix fois supérieur à celui des 52 000 actions ordinaires leur attribue 26 000 voix sur 78 000, ce qui, avec les actions ordinaires qu'ils détiennent par ailleurs, leur assure le contrôle de l'assemblée générale. Le risque était de toute façon faible, car ces sociétés ne sont pas inscrites à la bourse. Le recours à ces actions est bien sûr plus fréquent pour les sociétés cotées, même s'il n'y est pas non plus systématique : des entreprises comme le constructeur automobile Rochet-Schneider, la Société chimique de Gerland ou les laboratoires Givaudan-Lavirotte n'y ont pas recours, probablement parce qu'elles considèrent leur capital comme suffisamment verrouillé. En revanche, Pechiney émet 16 000 actions B à droit de vote vingtuple au prix de 625 F en 1926 ; les anciens actionnaires doivent renoncer à leur droit de préférence et, pour choisir les souscripteurs, tous les pouvoirs sont donnés au conseil d'administration. Celui-ci précise qu'« aucune demande venant de souscripteur étranger [n'a été] agréée », mais que, en revanche, « toutes celles d'actionnaires français propriétaires de plus de 20 actions [l'ont été]¹³ ». Ils sont 648 à participer, contre plus de dix mille habituellement. Le premier souscripteur, avec 44 % des actions privilégiées (soit 19,6 % de l'ensemble des droits de vote), est une filiale, l'Aluminium français, ce qui garantit un autocontrôle de l'entreprise. En 1929, une autre émission ajoute, à côté d'une importante émission d'actions ordinaires, 9000 actions B au profit de 938 souscripteurs, les plus gros paquets revenant à des entreprises partenaires ou à des administrateurs. Les détenteurs d'actions B atteignent la moitié des droits de vote. En 1929, une émission de 15 600 actions à droit de vote plural du Carburateur Zénith, société cotée, est réservée une seule société, la Société générale des carburateurs Zénith dont le siège est à Genève, une société de portefeuille qui rassemble les principaux actionnaires autour du groupe marseillais Zafiropoulo. Mais ces actions à droit de vote plural sont toutes éphémères, car elles sont interdites par une loi de 1933.

13 ADR, 6Up1/443, acte de société déposé le 12 janvier 1927, déclaration de souscription, 29 décembre 1926.

Des émissions d'actions ordinaires peuvent être réservées par le conseil d'administration à un nombre restreint d'investisseurs, les autres actionnaires se trouvant privés de leurs droits de préférence. En 1927, les 36 400 actions nouvelles de la fabrique de soieries Vautheret, Gros & Laforge sont acquises par la Société financière française et coloniale, une affaire fondée en 1920 par le banquier Octave Homberg, avec le soutien de la Banque Lazard¹⁴, qui se retrouve, avec cette seule participation, avec près de la moitié d'un capital porté de 10,9 à 20 millions. L'émission est faite avec une prime de 20 % à 300 F l'action, assez loin toutefois du cours médian de l'année de 510 F. En 1930, l'augmentation du capital des Papeteries Navarre de 75 à 100 millions est assurée par deux banques, le Crédit du Nord pour 50 % et la Société centrale des banques de province pour 46 %, le reste revenant à l'entreprise partenaire Saint-Gobain pour 4 %. L'action est émise avec une prime de 12,5 % à 112,50 F, soit un prix très proche du cours médian de l'année de 117 F. En 1942, dans le cadre de la constitution d'une communauté d'intérêts avec ses deux principaux clients, le groupe Schneider et Marine-Homécourt, la Compagnie des hauts fourneaux et fonderies de Givors (Éts Prenat) a procédé à une augmentation de capital qui leur était réservée. Elle est destinée à lui « procurer l'excédent de trésorerie pour moderniser ses ateliers, reconstituer ses stocks et reprendre la construction de logements ouvriers », lui permettre de réaliser un « sérieux effort à faire pour adapter [ses] exploitations aux fabrications de temps de paix¹⁵ ». Les deux groupes sidérurgiques prennent respectivement 64 % et 36 % des 3800 actions nouvelles, ce qui leur donne une participation de 27 et 15 % dans le capital augmenté. La souscription est faite avec une forte prime de 300 %, probablement sans décote par rapport au cours de l'époque (non connu), ce qui représente un apport de 7,6 millions de francs. On voit que cette finalité rare se réalise plus grâce à des investisseurs que par la bourse.

14 Cf. Marc Meuleau, *Des pionniers en Extrême-Orient. Histoire de la Banque de l'Indochine 1875-1975*, Paris, Fayard, 1990.

15 ADR, 4007W31, acte de société déposé le 25 juin 1942, assemblée générale extraordinaire du 20 avril 1942.

UNE BALANCE SOUSCRIPTIONS-DIVIDENDES SOUVENT NÉGATIVE

Les souscriptions, même si elles se font à des prix plus ou moins bradés, font entrer de l'argent dans les caisses des entreprises. Mais les actionnaires reçoivent aussi en échange des dividendes. Comment s'équilibrent les deux montants ? Pour Pechiney, la société qui reçoit le plus de capitaux dans la période étudiée, chaque souscription apporte beaucoup plus à la société qu'elle n'en a distribué depuis la précédente à ses actionnaires, sauf dans les années 1930 avec une longue interruption d'appel au marché des capitaux – les dividendes étant eux-mêmes diminués. Le bilan apparaît donc positif.

Tableau 9. Apports en capitaux lors des émissions comparés aux dividendes versés aux actionnaires depuis la souscription précédente, 1920-1953 (en millions de francs courants)

a-Pechiney

Années souscription	Montants apportés	Dividendes versés depuis précédente souscription*
1921	31,5	/
1924	54,8	19,2
1926	10,0	36,0
1929	155,6	86,4
1938	137,8	242,6
1941	378,4	155,0
1944	502,2	256,0
1947	968,0	132,0
1951	2 021,2	1 232,0

* dividendes des exercices de l'année de la souscription précédente jusqu'à celui précédent la souscription. Les calculs des dividendes sont approximatifs, les actions nouvelles d'une année étant pour simplifier assimilées aux anciennes pour le calcul du dividende.

La tendance est la même pour la Laitière moderne, la balance étant négative au début des années 1930, avec une longue interruption pour les émissions, la suivante en 1946 dépassant de peu le total des dividendes versés

dans l'intervalle. Après, ils s'interrompent à nouveau, alors que les dividendes augmentent fortement, au moins en francs courants.

b-La Laitière moderne. Le Bon Lait

Années souscription	Montants apportés	Dividendes versés depuis précédente souscription
1923	0,6	/
1925	2,1	0,6
1927	5,5	1,0
1929	4,5	2,7
1930	5,0	1,8
1934	5,0	10,2
1946	55,0	48,5

Pour les Appareils électriques et compteurs Garnier, le bilan est plus positif parce l'entreprise ne distribue des dividendes (modestes) qu'en 1925 et 1934, et qu'elle fait néanmoins des appels aux actionnaires ensuite, mais ceux-ci restent de montants faibles, sans prime pour les derniers.

c-Appareils électriques et compteurs Garnier

Années souscription	Montants apportés	Dividendes versés depuis précédente souscription
1923	0,5	/
1928	0,8	0,7
1929	0,5	0,4
1930	2,7	0,4
1936	4	3,0
1939	4	0
1946	12	0

À la Lyonnaise de textiles, les émissions sont nombreuses dans les années 1920 après la création de la société pour des montants bien supérieurs aux dividendes, les investisseurs étant attirés par la hausse vertigineuse des cours. Elles s'arrêtent en 1929, dernier exercice pour lequel un dividende est distribué. Elles ne reprennent pas avec son rétablissement dans les années 1940.

d-Lyonnaise de textiles

Années souscription	Montants apportés	Dividendes versés depuis précédente souscription
1923 (2)	20,1	/
1925 (2)	20	0
1928	4	4,8
1929	48,4	2,6

Aux Papeteries Navarre, les souscriptions, moins nombreuses, s'interrompent complètement dans les années 1930, alors que les dividendes sont inexistantes pour les exercices 1930 à 1939. Il est remarquable qu'on n'ose pas faire appel aux actionnaires quand ils ne sont pas rémunérés. La première souscription intervient également en 1925, année où des dividendes sont à nouveau versés après une interruption depuis l'exercice 1920.

e-Papeteries Navarre, 1920-1953

Années souscription	Montants apportés	Dividendes versés depuis précédente souscription
1925	12	/
1928	23,1	11,4
1930	28,1	10,6
1942	52	11,5
1948	110	50,5

Il en est de même aux Aciéries de Firminy : les émissions, un temps importantes, s'interrompent en 1928, exercice qui précède une interruption de dividendes de dix-huit ans. Les appels aux capitaux ne reprennent pas avant le transfert du siège à Paris en 1938.

f-Aciéries de Firminy

Années souscription	Montants apportés	Dividendes versés depuis précédente souscription
1922	22,9	/
1925	35,4	10,6
1928	6,2	22

En revanche, chez Pétrier, Tissot & Raybaud, les émissions sont presque toujours inférieures aux dividendes distribués. L'appel aux marchés des capitaux coûte plus cher qu'il n'apporte.

g-Pétrier, Tissot & Raybaud (L'Appareillage électro-industriel)

Années souscription	Montants apportés	Dividendes versés depuis précédente souscription
1922	0,9	/
1928	0,8	1,9
1931	0,7	2,0
1947	6,7	9,7
1948	20,2	4,1
1951	54,0	97,2
1953	90,0	135,0

De même, aux Filatures de schappe, où les émissions sont plus rares, la balance est nettement négative, les actionnaires sont beaucoup plus rémunérés qu'ils n'investissent.

h-Filatures de schappe

Années souscription	Montants apportés	Dividendes versés depuis précédente souscription
1924	18	/
1928	6	90,1
1947	30	191,4
1950	45	109,3

De manière générale, sur l'ensemble de la période, les quelques entreprises pour lesquelles on dispose de données complètes – les dividendes ne sont généralement pas indiqués par les annuaires lorsque les actions ne sont pas cotées – affichent toutes une balance nettement négative entre apports en capitaux et dividendes, même pour Pechiney. De manière générale, les premiers peuvent, comme on l'a vu, dépasser, dans certaines séquences, les dividendes versés au cours des exercices précédents, mais cela ne résiste pas dans la longue durée.

Tableau 10. Balance globale souscriptions/dividendes, 1921-1953

Entreprises	Nombre de souscriptions	Apports souscriptions	Dividendes versés	Balance
SABTI	0	0	386,9 (1930-)	- 386,9
Paris-Rhône	2	20,3	128,8	-108,5
Carburateurs Zénith	2	8,3	35,5	- 27,2
Hauts fourneaux de Chasse	3	14,2	355,3	- 441,1
Filatures de schappe	4	99,0	504,8	- 405,8
Papeteries Navarre	5	225,7	1 129,0	- 903,3
Dufour & Chaboud	6	2,5	21,6	- 19,1
Pétrier, Tissot & Raybaud	7	173,2	317,6	- 144,4
Laitière moderne	7	77,8	211,0	-133,2
Pechiney	9	4 260,0	5 168,5	- 908,5

*

* *

Le bilan apparaît donc clair : l'ouverture d'une entreprise industrielle aux marchés financiers et la cotation de ses actions en bourse ne suffisent pas à lui assurer des financements abondants en capitaux. Les émissions publiques ne sont guère possibles qu'en période de prospérité. Pendant la crise des années 1930, les entreprises ne peuvent y recourir pour abonder leur trésorerie, sauf à renoncer à leur indépendance. Et, dans d'autres périodes, comme l'après-1945, la trésorerie accumulée pendant la guerre permet de privilégier l'autofinancement, en multipliant les augmentations de capital sur réserves. Lorsque les émissions sont nombreuses et importantes, elles ont un prix. D'une part, pour attirer les actionnaires, il faut les rendre attractives en offrant les actions à un prix très inférieur à leur valeur boursière. D'autre part, il faut augmenter d'autant les dividendes. L'entrée en bourse a souvent une autre finalité que l'appel des capitaux. Elle apparaît moins à l'origine qu'une résultante de souscriptions importantes : lorsque le cercle des actionnaires s'est élargi au-delà des seuls fondateurs ou dirigeants, il est nécessaire de leur donner la possibilité de se désengager facilement en rendant le capital plus liquide.

L'importance des apports en capitaux des marchés financiers ne doit cependant pas être négligée. Au moins dans les années 1920¹⁶, ils ont permis la croissance spectaculaire de nouvelles entreprises de textiles artificiels ou de construction électrique. L'autre option est l'émission d'obligations, mais cela a un prix fixe : il faut, quoi qu'il arrive, rembourser et payer les intérêts, alors qu'on peut suspendre les dividendes aux actions. La période étudiée, marquée par une forte inflation, a pu y encourager. Plusieurs entreprises du corpus y ont eu recours de manière complémentaire ou alternative. Les années 1930-1931, au moment où l'émission des actions se ferme, y apparaissent particulièrement favorables : la Lyonnaise de textiles émet ainsi pour 40 millions d'obligations à 5 % en mai 1930, un an après une dernière augmentation de capital qui en avait rapporté 48,4 millions. Des entreprises qui n'ont pas fait d'émissions d'actions dans les années 1920 comme Chimique de Gerland (pour 5 millions) ou les Tréfileries Teste (pour 6 millions) y ont aussi recours au même taux pour des montants plus faibles. Mais les sources imprimées disponibles, en l'absence de dépôt d'actes de sociétés pour les émissions d'obligations, ne permettent pas d'en faire un inventaire systématique. Le recours au crédit bancaire est encore moins transparent.

Cette étude ne peut prétendre épuiser la question de la contribution des actionnaires au financement des entreprises, en l'absence de données comparées avec les autres modes de financement, mais elle apporte des résultats significatifs pour les actions.

¹⁶ On rejoint là la thèse de Pierre-Cyrille Hautcœur (art. cit.), selon laquelle cette période est, plus encore que la Belle Époque, marquée par un essor exceptionnel des marchés financiers.