

SMAINI Naïma

DEA Analyse et Politique Economiques

Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales

Mémoire

Sous la direction de Thomas Piketty.

***La rémunération des dirigeants français
est-elle sensible à la performance de l'entreprise ?***

Septembre 2002

Je remercie mon directeur de mémoire, Thomas Piketty, pour sa disponibilité, ses conseils et ses encouragements.

Abstract

Deux approches de la rémunération des dirigeants sont possibles. La « *contracting view* », qui s'inscrit dans le cadre de la théorie de l'agence, veut que les PDG ne possédant souvent que peu d'actions de la firme qu'ils dirigent, les actionnaires affrontent un problème classique d'aléa moral : les PDG ne maximisent pas nécessairement la valeur de la firme. La rémunération *résout* ce problème d'aléa moral : le comité de rémunération choisit le contrat de rémunération qui incite le PDG à maximiser la richesse des actionnaires. Pour la « *skimming view* » au contraire la rémunération est le *résultat* d'un problème d'agence, de la séparation de la possession et de la direction : les PDG ont réussi à capturer le processus de rémunération de telle sorte qu'ils décident de leur propre rémunération. L'une implique que la rémunération des dirigeants est sensible à la performance de l'entreprise, l'autre qu'il n'y a aucun lien entre les deux. De nombreux travaux ont donc estimé la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise. Mais l'ensemble de ces travaux porte sur la rémunération des dirigeants américains. Aucune base de données n'a encore été construite sur la rémunération des dirigeants français et aucune recherche menée sur cette question. Notre travail recense précisément l'ensemble des sources exploitables pour la construction d'une base de données sur la rémunération des dirigeants français. Il estime ensuite la sensibilité de la rémunération des dirigeants français à la performance de l'entreprise grâce à une première base sur la rémunération des dirigeants de 29 entreprises du CAC 40 et 13 entreprises du SBF 120 entre 1997 et 2001 que nous avons construite à partir de l'une de ces sources. Nous constatons que la rémunération des dirigeants français a très fortement augmenté sur la période, la rémunération moyenne des dirigeants des 29 entreprises du CAC 40 enregistrant une hausse de 46%, et que la hausse des profits n'explique que 9% de cette augmentation. Nous trouvons en effet que la rémunération des dirigeants français est très peu liée au résultat de l'entreprise, variant de 26.7 euros pour une variation du résultat d'un million d'euros. Nous suggérons que cette très forte hausse de la rémunération des dirigeants correspond à un pur rattrapage, les dirigeants français comparant de plus en plus leurs rémunérations à celles des dirigeants américains et s'estimant sous-payés comparé à leurs homologues d'outre-atlantique. Cette hypothèse est confortée par la constatation que la présence de gros actionnaires a limité cette hausse.

Section 1 : introduction

Dès 1932 A.A. Berle et G.C. Means constatent que la nouvelle donne du capitalisme est la séparation entre possession et direction (à la fin des années 20, 88 des 200 plus grandes firmes américaines sont dirigées par un manager) et soulèvent le problème de la déconnexion entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires.

Une grande partie de la littérature qui traite ce problème, toujours et même plus que jamais d'actualité soixante-dix ans plus tard, s'inscrit dans le cadre de la théorie de l'agence et considère qu'il s'agit d'un problème standard d'aléa moral : les actionnaires ne sont pas en mesure d'observer (et de toute façon d'apprécier) les actions du dirigeant dont dépend pourtant leur richesse, et il leur faut trouver des mécanismes incitatifs qui alignent les intérêts des dirigeants sur leurs intérêts. La rémunération de ces dirigeants, dans son niveau comme dans sa composition, est alors apparue comme le meilleur moyen de les récompenser, ou de les sanctionner. Un pan important de la littérature estime donc la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise afin de déterminer si leur rétribution est efficace.

La formalisation du problème de la divergence d'intérêt entre actionnaires et dirigeant par un modèle principal-agent saisit bien l'aspect aléa moral du problème mais ignore complètement une dimension pourtant essentielle de la situation et qui est qu'il n'y a pas de «principal». Quand un employeur négocie un contrat de travail avec un salarié l'employeur est le principal et le salarié l'agent. Mais dans la relation actionnaires/dirigeants qui est le principal ? Les petits actionnaires répartis de par le monde ? Combien s'intéressent à la gestion de l'entreprise dont ils détiennent des titres ? Et ceux qui s'y intéressent sont-ils en mesure de se faire entendre ? A l'heure actuelle la réalité de la direction de nombre d'entreprises est que les dirigeants ne sont soumis qu'à un très faible contrôle des actionnaires. La question de la rémunération des dirigeants apparaît alors sous un autre jour. Il ne s'agit plus seulement de se demander si la rémunération des dirigeants les incite suffisamment à maximiser la richesse des actionnaires mais également, et peut-être surtout, de vérifier si les dirigeants, qui fixent plus ou moins eux-mêmes leur rémunération, ne se rémunèrent pas plus que largement.

T. Piketty et E. Saez (2001) ont en effet montré que l'envol des rémunérations des CEOs américains depuis le début des années 1970 (en particulier au début des années 1980 et dans les années 1990) a considérablement accru les inégalités salariales aux Etats-Unis et que ni les explications en termes de progrès technique biaisé ni celles incriminant les réformes fiscales ne sauraient rendre compte de l'ampleur du phénomène. Bien plutôt il semble que la hausse vertigineuse des rémunérations des dirigeants américains soit due à son acception par une opinion convaincue que, certes les PDG sont de mieux en mieux payés, mais ils sont de plus en plus performants. L'article de D. Costa (1998) est caractéristique de cet argument du mérite, l'auteur faisant remarquer que, si dans les années 1890 les salariés les moins bien payés travaillaient plus que les mieux payés, dans les années 1990 les salariés les mieux payés sont ceux qui travaillent le plus. L'idée que tout n'est finalement question que de performance légitimant un fort accroissement des inégalités salariales, on comprend à quel point l'étude de la corrélation entre rémunération et performance est importante.

Les questions liées à la rémunération des dirigeants ont donc donné lieu à de nombreuses études empiriques. Nous rendons brièvement compte, dans la section qui suit cette introduction, des conclusions auxquelles ces études sont parvenues et de leur méthodologie.

On doit toutefois regretter que l'ensemble de ces travaux porte sur la rémunération des dirigeants des grandes sociétés américaines. Quid de la rémunération des dirigeants français ?

Quelle est son ordre de grandeur ? Quelle a été son évolution ces dernières années ? Est-elle fonction de la performance de l'entreprise ? ou plutôt de sa taille, du chiffre d'affaires ? Autant de questions auxquelles seuls quelques articles parus dans la presse économique ont tenté de répondre.

Le gouvernement d'entreprise est en effet une préoccupation relativement récente en France. Il a en fait fallu attendre que les investisseurs étrangers gagnent la Bourse de Paris pour que ces questions suscitent un peu d'attention, comme on peut le lire dans le rapport Viénot 1 (1995): « Les privatisations et l'ouverture du marché de Paris aux investisseurs étrangers ont favorisé le rapide développement d'un nouvel actionariat, souvent peu familier des règles et des pratiques des conseils d'administration des sociétés cotées françaises et qui est naturellement demandeur d'éclaircissement ».

Le rapport Viénot 2 (1999) est en outre très révélateur de la position des dirigeants français en matière de publicité des rémunérations. Après avoir constaté qu'au Royaume-Uni l'information sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées figure dans le rapport annuel et est particulièrement complète (elle fournit des données chiffrées nominatives concernant chacun des membres du conseil d'administration) depuis la publication du rapport Greenbury (1995), qu'aux Etats-Unis des informations extensives et nominatives sur les rémunérations des administrateurs et des principaux dirigeants se trouvent dans le document de convocation des actionnaires à l'assemblée générale (*proxy statement*) auquel renvoie le rapport annuel, le Comité Viénot, arguant qu'à l'exception de la Suède aucun pays d'Europe continentale n'impose la révélation de la rémunération individuelle des dirigeants des sociétés cotées, considère que les rémunérations individuelles relèvent de la sphère privée. La loi sur les Nouvelles Régulations Economiques est passée outre ce refus des dirigeants de publier leur rémunération, mais elle est très récente. Sans chiffres sur les rémunérations des dirigeants français comment les étudier ?

Si la loi NRE constitue un progrès en ce qu'elle contraint les sociétés à une publication des rémunérations *individuelles*, les sociétés cotées sont depuis longtemps soumises à des obligations légales de publicité des rémunérations des équipes de direction. On comprend bien cependant à la lecture du rapport Viénot que la transparence n'est pas le fort des dirigeants français, du moins en matière de rémunération, et que l'information disponible n'est pas toujours facilement accessible, ou inexploitable.

Ces difficultés expliquent certainement, au moins en partie, l'absence de travaux sur la rémunération des dirigeants français.

Forts des informations contenues dans les proxy statements, les chercheurs américains ont construit des bases de données considérables tant par le nombre de sociétés concernées que par la richesse et la précision des informations qu'elles contiennent. Ainsi la base de données de Yermack (1995), qu'exploitent Hall et Liebman (1998) ou encore Bertrand et Mullainathan (2001) (dont nous détaillons les travaux dans la section 3) contient des informations sur les rémunérations des dirigeants de 792 grandes compagnies américaines de 1984 à 1991, les montants précis de chacune de leur composante (fixe, variable, stock options), mais aussi des indicateurs du gouvernement d'entreprise dans ces sociétés (présence de gros actionnaires par exemple).

De telles bases de données n'existent pas en France.

Nous avons donc précisément recensé l'ensemble des sources exploitables pour la construction d'une base de données sur la rémunération des dirigeants français (les résultats de cette recherche juridique sont détaillés dans la section 2). Nous avons construit une base qui recense les rémunérations (hors stock options) des dirigeants de 29 entreprises du CAC 40 et 13 entreprises du SBF 120, de 1997 à 2001 (les chiffres sur les rémunérations sont présentés dans les tableaux de l'annexe 2 et la base de données complète, où figurent

également le résultat de l'entreprise, son chiffre d'affaires, le nombre de salariés et d'autres données figure annexe 3). Et nous avons estimé la sensibilité de la rémunération de ces dirigeants à la performance de leur entreprise.

Nous constatons que la rémunération des dirigeants français a très fortement augmenté sur la période, la rémunération moyenne des dirigeants des 29 entreprises du CAC 40 enregistrant une hausse de 46%, et que la hausse des profits n'explique que 9% de cette augmentation. Nous trouvons en effet que la rémunération des dirigeants français est très peu liée au résultat de l'entreprise, variant de 26.7 euros pour une variation du résultat d'un million d'euros. Nous suggérons que cette très forte hausse de la rémunération des dirigeants correspond à un pur rattrapage, les dirigeants français comparant de plus en plus leurs rémunérations à celles des dirigeants américains et s'estimant sous-payés comparés à leurs homologues d'outre-atlantique. Cette hypothèse est confortée par la constatation que la présence de gros actionnaires a limité cette hausse.

La section 2 présente quelques travaux sur la rémunération des dirigeants américains, les résultats auxquels ils aboutissent et leur méthodologie. La section 3 recense l'ensemble des sources exploitables pour la constitution d'une base de données sur la rémunération des dirigeants français. La section 4 présente les estimations économétriques et commente leurs résultats. La section 5 conclue.

Section 2 : les travaux américains sur la rémunération des dirigeants

L'article fondateur sur la mesure de la sensibilité de la rémunération des dirigeants américains à la performance de l'entreprise est celui de Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy (1990b). Les auteurs estiment la sensibilité de la rémunération des dirigeants à leur performance et trouvent qu'elle est particulièrement faible, que les dirigeants américains ne sont que très peu incités à être performants, et que donc les sociétés dont on leur confie la direction ne sont pas efficacement gérées. Leur explication est alors la suivante : la rémunération des dirigeants n'est que peu liée à la performance de l'entreprise parce qu'elle ne peut pas dépasser un plafond, celui de la « rémunération raisonnable », fixé par le politique, l'opinion, les médias. Les meilleurs sont donc trop peu rémunérés, tandis que les moins bons, pour assurer l'équilibre du marché du travail des dirigeants, sont trop rémunérés. L'explication est intéressante, et rejoint, pour soutenir des propos bien différents cela dit, l'explication de l'envol des rémunérations des dirigeants américains par un changement des normes sociales de Piketty et Saez (2001).

Comment les auteurs procèdent-ils ? Ils se proposent de mesurer l'efficacité des bonus, révisions de salaire, licenciements fondés sur la performance, ainsi que de la possession d'actions, comme mécanismes visant à inciter les dirigeants à maximiser la richesse de l'actionnaire en estimant la sensibilité de chacune de ces composantes de la rémunération des dirigeants à cette richesse.

A cette fin ils suivent les 2 213 dirigeants recensés dans les *Executive Compensation Surveys* publiés par Forbes de 1974 à 1986, enquêtes qui rendent compte des rémunérations des dirigeants de 1 295 sociétés, pour un total de 10 400 données, et exploitent les données sur la performance en année fiscale de Compustat et du Center for Research in Security Prices (CRSP). Après retrait des observations avec valeurs manquantes, l'échantillon final contient 7 750 « différences premières » annuelles de rémunération et 1 688 dirigeants issus de 1 049 sociétés différentes.

Ils trouvent alors que chaque variation de \$ 1 000 de la richesse de l'actionnaire engendre un accroissement moyen du salaire et du bonus du PDG de l'année et de l'année suivante d'environ deux cents, tandis que les révisions de salaires, les stock options non encore exercées, et le risque de licenciement en l'absence de performance font varier sa richesse d'environ 75 cents. La possession d'actions est une autre source de dépendance de la richesse du dirigeant de la valeur de la firme. Dans l'échantillon étudié par les auteurs le PDG médian détient environ 0.25 pour cent de sa firme, incluses les parts détenues par des membres de la famille ou des relations. Ainsi la valeur du capital détenu par le PDG médian varie de \$ 2.50 pour chaque variation de \$ 1 000 de la valeur de la firme. Les auteurs estiment donc que toutes incitations incluses une variation de \$ 1 000 de la valeur de la firme entraîne une variation de la richesse du PDG varie de \$ 3.25.

Jensen et Murphy tiennent ces résultats comme incompatibles avec les implications des modèles de contrat optimal de la théorie de l'agence, soulignant que la relation empirique entre la rémunération des PDG et leur performance est insuffisante pour une fonction pour laquelle la rémunération est supposée être incitative, mais tout à fait compatibles avec d'autres hypothèses et ils proposent ce qu'ils nomment *l'hypothèse de la régulation implicite*. Cette insensibilité de la rémunération des dirigeants à leur performance résulte pour eux de l'intrusion dans le processus contractuel de forces politiques qui régulent implicitement la rémunération des dirigeants en restreignant le type de contrats qui peuvent être conclus entre les actionnaires et l'équipe de direction. Les contrats de travail des dirigeants ne sont pas une affaire privée entre employeurs et employés car la législation américaine en la matière prévoit que les détails de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées soient publiés. Et les

employés, syndicats, le Congrès, les media sont particulièrement attentifs à ce type d'information.

Les auteurs reconnaissent que les effets positifs de cette publicité de la rémunération des dirigeants sont évidents (elle évite les excès), mais soulignent que les coûts de cette publicité sont moins bien appréciés : cette information affecte les contrats avec les autres employés et les négociations avec les syndicats, tandis que les critiques des média et la crainte d'un renforcement de la législation si les dirigeants sont très bien rémunérés empêchent de rémunérer un dirigeant particulièrement efficace comme il devrait l'être.

Ainsi la désapprobation par l'opinion de l'octroi de rémunérations importantes aux PDG aurait tronqué la pointe supérieure de la distribution des gains des dirigeants.

Afin de tester leur hypothèse de régulation implicite les auteurs comparent leurs résultats sur la sensibilité de la rémunération à la performance pour 1974-1986 à la sensibilité de la rémunération à la performance quand les pressions régulatrices étaient moins importantes.

A cette fin ils construisent un échantillon de dirigeants des années 1930 à partir de données collectées par la *US Work Project Administration* (WPA) pour un projet de 1940 financé par la *Security and Exchange Commission* (SEC). Les données du WPA, qui couvrent les années fiscales 1934-38, incluent le salaire et le bonus versé au dirigeant le mieux payé dans 748 grandes sociétés américaines, dont 394 sont cotées au *New York Stock Exchange* (NYSE). Les auteurs restreignent cet échantillon aux sociétés du premier quart du NYSE.

Ils constatent que les dirigeants des sociétés du premier quart du NYSE gagnaient en moyenne \$ 813 000 en dollars constants 1986 dans les années 1930, contre \$ 645 000 pour 1974-1986. Sur la même période la valeur moyenne de ces entreprises a doublé, passant de \$ 1.6 milliard dans les années 1930 à \$ 3.4 milliards pour 1974-1986. Ainsi le ratio de la rémunération du PDG sur la valeur de la firme est passé de 0.11 pour cent à 0.03 pour cent. En outre la variabilité de la rémunération des PDG a considérablement diminué sur la période : l'écart type moyen des mouvements de la rémunération annuelle était de \$ 127 000 dans les années 1970-1980 contre \$ 205 000 dans les années 1930. Ce qui suggère une moindre sensibilité de la rémunération à la performance.

Les régressions montrent cependant que la sensibilité de la rémunération à la performance, si elle est plus élevée dans les années 1930 que pour 1974-1986, demeure très faible.

Les auteurs remarquent également que les pressions politiques associés à une forte rémunération de la performance ne s'étendent pas aux gains dus à la possession d'actions, et que la hausse de la pression politique aurait donc dû s'accompagner d'une baisse de la sensibilité de la rémunération à la performance et d'une hausse des incitations liées à la possession d'actions. La très forte diminution de la possession d'actions par le PDG est contraire à l'hypothèse de la régulation implicite et suggère un tendance significative à la baisse dans les incitations des dirigeants qui n'est pas expliquée par les théories existantes.

Enfin, l'influence politique est plus prononcée pour les grandes entreprises qui sont plus visibles et sont l'objet d'une plus grande attention (Watts et Zimmerman 1986, chap 10). L'hypothèse de la régulation implicite prédit alors que la sensibilité de la rémunération à la performance diminue avec la taille de la firme. Ce que constatent Jensen et Murphy.

L'article de Jensen et Murphy, qui dans un autre papier (1990a) expliquent que « *on average corporate America pays its most important leaders like bureaucrats* », a fait couler beaucoup d'encre, car d'aucuns ne pouvaient se faire à l'idée que le capitalisme américain fonctionne de façon si peu efficace. Et il a ouvert une grande réflexion sur le développement de modes de rémunérations plus incitatifs. Les stock options sont alors apparues comme le mode de rémunération incitatif par excellence puisque le dirigeant qui détient des stock

options est d'autant plus riche que le cours de l'action de la firme est élevé. Finalement, huit ans après Jensen et Murphy, Hall et Liebman (1998) estiment à leur tour la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise et leurs résultats sont tout autres.

Hall et Liebman constatent, en utilisant une nouvelle base de données sur les rémunérations des dirigeants des plus grandes entreprises américaines entre 1980 et 1994, construites à partir de celle de Yermack (1995), et en considérant une mesure de la rémunération qui intègre les changements de valeur des actions et stock options des dirigeants, que les importantes attributions de stock options dans les années 1980-1990 ont très fortement accru les rémunérations des dirigeants américains (+209% en moyenne entre 1980 et 1994) et surtout la sensibilité de ces rémunérations à la performance de l'entreprise (l'élasticité médiane de la rémunération du PDG à la valeur de marché de l'entreprise a plus que triplé de 1980 à 1994, passant de 1.2 à 3.9, soit 30 fois plus que les élasticités estimées sans tenir compte des changements de valeur des actions et stock options).

Ils en concluent que les stock options se sont autant développées car elles sont un très bon moyen d'inciter les dirigeants des grandes entreprises américaines à maximiser la richesse de l'actionnaire. Le mécanisme présente quelques faiblesses certes. Ainsi, les dirigeants devraient être récompensés pour les résultats sur lesquels ils ont un certain contrôle, et non pour des chocs sur le secteur auquel appartient l'entreprise ou sur l'économie dans son ensemble. Mais ces faiblesses semblent pouvoir être surmontées, par l'émission d'options dont le prix d'exercice serait fonction d'un indice de marché ou du secteur par exemple.

Les auteurs évoquent une autre explication possible des attributions importantes de stock options dans les années 1980 et 1990 : elles sont un bon moyen d'accroître considérablement la rémunération des dirigeants sans affecter le résultat de l'entreprise et sans trop attirer l'attention, mais considèrent que quand bien même l'important développement de l'attribution de stock options serait dû à ce type de motivations il n'en a pas moins rendu la rémunération des dirigeants bien plus incitative.

On comprend aisément que l'attribution de stock options, en liant directement la rémunération du dirigeant au cours de l'action, accroît la sensibilité de cette rémunération à la performance boursière de l'entreprise et constitue un bon moyen d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Mais on peut s'étonner que les auteurs, qui font remarquer que les \$3.25 de variation de la richesse du PDG pour \$ 1 000 de variation de la valeur de la firme de Jensen et Murphy impliquent tout de même \$ 1.6 million pour une hausse de 10% de la valeur d'une firme de \$ 5 milliards, ne se demandent pas si 30 fois plus n'est pas légèrement excessif, plus qu'incitatif. Et donc regretter qu'ils n'accordent pas plus d'attention à la seconde explication de la hausse vertigineuse de l'attribution vertigineuse de stock options.

M. Bertrand et S. Mullainathan (2001) accordent un certain crédit à l'hypothèse de « *skimming view* », proposé par Crystal (1991), qui veut que les dirigeants ont réussi à capturer le processus de rémunération de telle sorte qu'ils décident de leur propre rémunération (et ont vu dans les stock options un bon moyen de se rémunérer largement sans trop affecter le résultat de la société et sans trop attirer l'attention) et se proposent de tester empiriquement les 2 conceptions concurrentes de la rémunération des PDG :

- la « *contracting view* » qui s'inscrit dans le cadre des modèles principal-agent : parce que les PDG ne possèdent souvent que peu d'actions de la firme qu'ils dirigent, les actionnaires affrontent un problème classique d'aléa moral : les PDG ne maximisent pas nécessairement la valeur de la firme. La rémunération résout ce problème d'aléa moral : le

comité de rémunération choisit le contrat de rémunération qui incite le PDG à maximiser la richesse des actionnaires ;

- la « *skimming view* », telle que développée par Crystal (1991) : la rémunération est le *résultat* d'un problème d'agence, de la séparation de la possession et de la direction : les PDG ont réussi à capturer le processus de rémunération de telle sorte qu'ils décident de leur propre rémunération.

A cette fin, dans un premier temps, les auteurs examinent dans quelle mesure la rémunération des PDG répond à la « chance », c'est-à-dire à des chocs sur la performance observables et indépendants du contrôle du PDG. Ils vont donc au-delà d'une simple régression de la rémunération sur la performance, tenant pleinement compte du fait que la performance de l'entreprise n'est pas le fruit des seules actions des dirigeants et qu'il n'y a aucune raison de les rémunérer pour un choc positif sur le secteur ou sur l'ensemble de l'économie et décident de mesurer la « rémunération de la chance ».

Dans le cadre de la théorie de l'agence la plupart de la littérature estime une équation du type :

$$y_{it} = \alpha_i + \alpha_t + \alpha_X * X_{it} + \beta * perf_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

avec y_{it} la rémunération du PDG de l'entreprise i en t

α_i les effets fixes firme

α_t les effets fixes temps

X_{it} des variables spécifiques à la firme (et au PDG) comme la durée du contrat du PDG ou la taille de la firme

$perf_{it}$ une mesure de la performance.

Le coefficient β mesure alors la relation entre rémunération et performance.

Pour estimer la sensibilité de la rémunération à la performance les auteurs suivent la littérature et estiment l'équation (1) avec un modèle Moindres Carrés Ordinaires (MCO).

Mais ils estiment ensuite la sensibilité de la rémunération à la chance, en utilisant une procédure en deux temps.

Dans un premier temps, ils prédisent la performance en fonction de la chance. Ce qui isole les variations de la performance qui sont dues à la chance. Dans une seconde étape, ils estiment la sensibilité de la rémunération à ces estimations des variations de la performance. Cette procédure en deux temps est en fait une estimation par Variables Instrumentales (VI) dans laquelle la variable chance est l'instrument pour la performance.

Soit o la chance, la première équation qu'ils estiment est donc :

$$Perf_{it} = a_i + a_t + a_X * X_{it} + b * o_{it} + e_{it} \quad (4)$$

où o_{it} est une mesure de la chance.

Et la seconde équation est :

$$y_{it} = \alpha_i + \alpha_t + \alpha_X * X_{it} + \beta_{Lucky} * p\hat{e}rf_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Le coefficient estimé β_{Lucky} mesure la sensibilité de la rémunération à des variations de la performance dues à la chance. Comme de telles variations devraient être filtrées la théorie de l'agence prédit que β devrait être égal à 0.

La difficulté est dans la mesure de la chance. Les auteurs en utilisent trois.

Tout d'abord, ils étudient le cas de l'industrie du pétrole. Le prix du pétrole brut a en effet beaucoup fluctué ces 25 dernières années et ces fluctuations ont conduit à de fortes variations des profits dans l'industrie pétrolière. Ces variations de prix sont en outre indépendantes d'un PDG américain. Par exemple, la forte baisse du prix du pétrole brut à la fin de 1985 a résulté de la décision de l'Arabie Saoudite de réformer sa politique pétrolière et d'accroître sa production

Leurs deux autres mesures de la chance sont plus générales. Ils utilisent les mouvements des taux de change et la performance moyenne de l'industrie. En influant la pénétration des importations et donc la compétition avec le reste du monde, les mouvements du taux de change peuvent fortement affecter la rentabilité d'une entreprise. Les mouvements de la performance moyenne de l'industrie sont aussi une proxy de la chance dans la mesure où un PDG n'influence pas la performance du reste de l'industrie.

Ils concluent qu'il y a une rémunération substantielle de la chance. D'autres régressions, qui intègrent une variable de gouvernement d'entreprise (présence d'actionnaires importants, durée du contrat du PDG, etc) leur permettent cependant de remarquer que cette rémunération de la chance est moins importante dans les sociétés où le PDG est soumis à un certain contrôle.

Leur second test s'intéresse à l'attribution de stock options. La théorie principal agent prédit que l'attribution d'options devrait conduire à un ajustement à la baisse des autres composantes de la rémunération du dirigeant de façon à le laisser indifférent. Tandis que la « *skimming view* » met en avant le fait qu'étant donnée le traitement comptable des options elles sont un bon moyen de se rémunérer largement sans que cela n'affecte le résultat de l'entreprise et qu'il n'est pas nécessaire de répercuter leur attribution sur les autres composantes de la rémunération.

Les auteurs trouvent que la rémunération des dirigeants des firmes moins bien gouvernées intègre moins l'attribution d'options.

Le papier établit donc trois résultats principaux :

1. La rémunération des PDG montre en moyenne une rémunération de la chance significative.
2. Les firmes mieux gouvernées rémunèrent moins la chance. Ce qui suggère qu'il est possible de la filtrer.
3. Les PDG des entreprises bien gouvernées voient plus les autres composantes de leur rémunération baisser suite à l'attribution d'options.

A première vue ces résultats valident la « *skimming view* ». Les auteurs insistent néanmoins sur le fait qu'ils valident également la « *contracting view* » puisque les firmes bien gouvernées parviennent à filtrer une partie de la chance dans la performance et à répercuter les options.

Ces travaux montrent à quel point une étude de la rémunération des dirigeants est intéressante, et essentielle, et donc combien un travail sur les rémunérations des dirigeants français est nécessaire. Il existe bien un article qui s'intéresse, en partie, au cas français. Abowd et Bognanno, afin de comparer les rémunérations des dirigeants au niveau international, ont collecté des données sur les rémunérations des dirigeants de 12 pays de l'OCDE, dont la France, sur la période 1984-1992. Leurs sources, des cabinets de consultants en rémunération, nous semblent cependant peu fiables. Et leurs données sont très peu homogènes.

Section 3 : les sources exploitables sur la rémunération des dirigeants en France

Cinq documents font état de la rémunération des dirigeants ou des personnes les mieux rémunérées :

- les annexes des comptes annuels.
- le prospectus d'admission à la cote,
- l'attestation des rémunérations,
- le bilan social de l'entreprise,
- le relevé des frais généraux de la déclaration d'impôt sur les sociétés.

Nous détaillons ci-après, tout d'abord, l'ensemble des sources exploitables en matière de rémunération des dirigeants jusqu'en 2001 puis les dispositions de la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques.

Nous avons pour ce travail exploité les informations sur la rémunération des organes d'administration et de direction contenues dans les annexes des comptes annuels.

Sous-section 3.1 : les sources exploitables sur les rémunérations avant la loi NRE

3.1.1. L'annexe aux comptes individuels et consolidés

L'annexe est un état comptable qui fait partie des comptes annuels dont l'objet est de compléter et de commenter l'information donnée par le bilan et le compte de résultat.

Origine et nature de l'obligation

Les sociétés commerciales et industrielles ainsi que les établissements de crédit, ont obligation de fournir dans l'annexe de leurs comptes annuels et consolidés « **les rémunérations allouées aux membres des organes d'administration, de direction et de surveillance à raison de leur fonction** » conformément au :

- ✓ Décret n°83-1020 du 29 novembre 1983 art. 24-18, modifié par le décret 94-663 du 2 août 1994 pour les sociétés commerciales et industrielles.
- ✓ Règlements Comité de Réglementation Bancaire (CRB) n° 91-01 et 91-02, modifiant le règlement n° 85-12, pour les établissements de crédit (obligation à partir du 1^{er} janvier 1993).

← Directives européennes relatives aux comptes annuels et consolidés : directives n°78/660/CEE et 83/349/CEE, modifiées par la directive n° 90/604/CEE.

Cette information est globale et doit être fournie par catégorie d'organe de direction, que les personnes soient ou non les mieux rémunérées (cette information est donc à distinguer du montant des 5 ou 10 plus hautes rémunérations, cf infra).

Au titre des organes d'administration sera mentionnée la rémunération globale allouée aux membres du conseil d'administration des sociétés anonymes.

Au titre des organes de direction.

Dans les sociétés anonymes à conseil d'administration sont notamment à mentionner de façon globale les rémunérations perçues par le président-directeur général, l'administrateur délégué, les directeurs généraux ou l'administrateur provisoire.

Dans les sociétés anonymes à directoire et conseil de surveillance est incluse sous cette rubrique la rémunération globale des membres du directoire ou celle du directeur général unique.

Dans les SARL, les sociétés en nom collectif, est à mentionner la rémunération du gérant.

En pratique est retenue la rémunération décidée par l'assemblée (pour les gérants de SARL) ou par le conseil d'administration ou par le conseil de surveillance (pour les sociétés anonymes).

Au titre des organes de surveillance.

Dans les sociétés anonymes à directoire et conseil de surveillance, figureront sous cette rubrique les rémunérations (jetons de présence) des membres du conseil de surveillance (y compris celles versées au président et au vice-président).

Dispenses

L'annexe peut ne pas être fournie lorsqu'elle permet d'identifier la situation d'un membre déterminé de ces organes. Il s'agit là d'une des modifications de la directive européenne du 8 novembre 1990 n°90/604/CEE précitée. Le décret n° 94-663 du 2 août 1994 a complété le point 18 de l'article 24 du décret n° 83-1020 du 29 novembre 1983 dans ce sens.

En tout état de cause sont dispensées les sociétés qui répondent à 2 des 3 critères suivants :

- ✓ Total du bilan ne dépassant pas 13 millions de francs.
- ✓ Chiffre d'affaires ne dépassant pas 26 millions de francs.
- ✓ Nombre moyen de salariés permanents employés au cours de l'exercice ne dépassant pas 50.

Par ailleurs, cette information n'a pas lieu d'être communiquée par les autres sociétés si elle est estimée **non significative** (bull. CNCC n°64, décembre 1986).

Publicité

Publication au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (BALO)

- ✓ Publication avant l'assemblée générale ordinaire.

L'article 295 modifié du décret 67-236 du 23 mars 1967 prescrit pour les sociétés dont les actions sont inscrites, en tout ou en partie, à la cote officielle des bourses de valeur, la **publication au BALO dans les quatre mois de la clôture de l'exercice et quinze jours au moins avant la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire des comptes annuels, des comptes consolidés annexés au compte annuels s'ils sont disponibles**, sous une forme faisant clairement apparaître qu'il s'agit de projets non vérifiés par les commissaires aux comptes.

L'article L123-12 du Code de commerce stipule que « Ces comptes annuels comprennent le bilan, le compte de résultat et une annexe, qui forment un tout indissociable ».

L'annexe doit donc être publiée chaque fois que le bilan et le compte de résultat le sont.

✓ Après l'assemblée générale ordinaire.

Dans les quarante-cinq jours qui suivent l'approbation des comptes par l'assemblée générale les sociétés cotées doivent publier au BALO les comptes annuels approuvés revêtus de l'attestation des commissaires aux comptes. Il ne s'agit pas du texte complet du rapport de ceux-ci, mais seulement de la partie constituant le jugement porté sur les comptes, en conformité avec l'article 193 § 1 du décret 67-236 du 23 mars 1967 (décret sur les sociétés art. 296).

Il n'est généralement pas nécessaire de publier les comptes annuels dès lors qu'ils n'ont pas subi de modification lors de l'assemblée. L'attestation du commissaire aux comptes sera donc l'élément majeur de cette deuxième insertion, ainsi que les **comptes consolidés**, le cas échéant.

Accès au BALO

A Paris la *consultation* du BALO est gratuite au Journaux Officiels 26 rue Desaix dans le 15^{ème} et possible jusqu'à 1974 sur microfiches. Il est possible d'effectuer une recherche sur le BALO **des deux dernières années** sur le site www.balo.journal-officiel.gouv.fr

Dépôt au greffe du tribunal de commerce :

Les comptes annuels des sociétés par action (article 293 du décret 67 –236 du 23 mars 1967, sociétés anonymes et sociétés en commandite par action) **ainsi que des SARL** (article 44-1 du décret 67 –236 du 23 mars 1967) **doivent être déposés au greffe du tribunal de commerce dans le mois qui suit leur approbation par l'assemblée générale .**

Cette publicité, prévue par la I^{ère} directive CEE du 25 juillet 1978, est motivée notamment par la protection des tiers qui doivent disposer d'informations financières sur les sociétés de capitaux, n'offrant comme garantie que leur patrimoine social.

La directive CEE n°90-605 du 8 novembre 1990 étend, sous réserve de quelques aménagements, l'obligation de publier les comptes annuels aux sociétés de personnes dont tous les associés indéfiniment responsables sont des sociétés de capitaux.

Le greffier ne vérifie ni le contenu des documents, ni le respect du délai d'un mois après leur approbation par l'assemblée. Pour la Commission des opérations de bourse les comptes déposés au greffe sont ceux qui ont été présentés à l'assemblée des actionnaires, sans contraction des rubriques.

Toute infraction aux dispositions portant sur le dépôt des comptes annuels est punie de l'amende prévue pour les contraventions de cinquième classe. En cas de récidive, la peine applicable est celle de l'amende prévue pour la récidive des contraventions de la cinquième classe.

Jusqu'à l'entrée en vigueur du Nouveau Code Pénal le 1^{er} mars 1994, cette amende s'élevait à une somme de 3 000 F à 6 000 F et jusqu'à 12 000 F en cas de récidive. Le Nouveau Code Pénal a légèrement augmenté l'amende puisqu'elle s'élève désormais à **10 000 F** au plus et **20 000 F** en cas de récidive (Code pénal art. 131-13).

Accès aux comptes déposés au greffe

Toute personne peut demander aux greffes une copie des comptes annuels déposés par les sociétés.

On notera toutefois qu'une copie de bilan complet coûte 17.94 euros (frais d'envois inclus).

3.1.2. Prospectus d'admission à la cote

Origine et nature de l'obligation

La directive européenne n° 80/390/CEE (modifiée par les directives n° 87/345/CEE et 90/211/CEE) portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs prévoit l'obligation de fournir une information concernant la rémunération des organes d'administration, de direction ou de contrôle.

Le schéma « A » de prospectus pour l'admission d'actions à la cote officielle d'une bourse de valeurs, annexé à la directive européenne n° 80/390 (ch. VI, art. 6.2.0 et 6.2.1), exige la mention du « **montant global des rémunérations et avantages en nature attribués à l'ensemble des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de l'émetteur par l'ensemble des entreprises dépendantes de lui et avec lesquelles il forme un groupe** », ainsi que du « **nombre total d'actions de l'émetteur détenues par l'ensemble des membres de ses organes d'administration, de direction ou de surveillance** », et des « **options qui leur ont été conférées sur les actions de l'émetteur** ».

Précisions apportées par la COB

La COB a précisé dans son bulletin n°278 de mars 1994 (p20) ce qu'il faut entendre par « information sur la rémunération des organes d'administration ».

Le service de l'information financière de la COB a indiqué oralement que cette information devait, selon la Commission, être donnée dans les **prospectus diffusés à l'occasion d'une admission à la cote officielle** (règlement COB n°91-02 et instruction d'application de janvier 1992, ch.VI, art.6.2.0 et 6.2.1) **ou au second marché** (règlement COB n°88-04, art.2, et instruction COB de novembre 1988).

Dans un souci d'harmonisation de la notion de dirigeants et afin de faciliter les comparaisons, la COB et le CRB ont arrêté une définition commune (COB pour le prospectus, CRB pour l'annexe des comptes annuels et consolidés des établissements de crédit).

Ainsi, pour l'application des règlements de la COB et du CRB, il faut comprendre par **rémunération des organes d'administration, de direction ou de surveillance :**

le montant global des rémunérations directes et indirectes de toute nature perçu des sociétés (de la société), françaises et étrangères, membre du groupe par :

- ✓ **Les membres du conseil d'administration ou de surveillance** (avec la précision du montant annuel des jetons de présence alloués aux membres du conseil d'administration et le nombre desdits membres) ;
- ✓ **Et les dirigeants effectifs du groupe** (de la société) réunis au sein du directoire ou dont le nom et la fonction figurent sous la rubrique « direction générale », « comité exécutif », « comité de direction générale », etc (selon les usages propres à chaque société, quelle

que soit sa forme juridique), avec la liste de ces dirigeants ; cette liste pouvant être de l'ordre de dix personnes.

Les *rémunérations indirectes* comprennent notamment : les avantages en nature, les engagements en matière de pensions de retraites et indemnités assimilées, les jetons de présence versés par les autres sociétés du groupe.

Le *groupe* est constitué des sociétés contrôlées de manière exclusive

- au sens de l'article 357-1 de la loi sur les sociétés commerciales : le contrôle exclusif résulte, soit de la détention directe ou indirecte de la majorité des droits de vote dans une autre entreprise ; soit de la désignation, pendant deux exercices successifs, de la majorité des organes d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre entreprise (avec une présomption de désignation quand la société consolidante a disposé pendant cette période de plus de 40% des droits de vote et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détenait une fraction supérieure) ; soit du droit d'exercer une influence dominante sur une entreprise en vertu d'un contrat ou de clauses statutaires, lorsque la société dominante est actionnaire ou associée de cette entreprise;
- et de l'article 3 du règlement 85-12 du 27.11.1985 modifié du CRB : une société est contrôlée de manière exclusive « lorsque l'entreprise mère y détient, directement ou indirectement, une participation en capital et soit la majorité des droits de vote, soit le pouvoir de nommer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance ». Est également présumée l'existence d'un contrôle exclusif « lorsqu'il n'existe pas d'autres actionnaires ou associés détenant ensemble une participation supérieure à celle du groupe et possédant chacun plus de 5% du capital ; lorsque, notamment en vertu d'un contrat de gestion ou de clauses statutaires, une entreprise du groupe y exerce une influence dominante ».

Jusqu'au bulletin COB n°278 de mars 1994 l'expression « membres des organes d'administration, de direction, de surveillance » avait toujours été interprétée comme étant limitée aux représentants légaux, cités dans la loi du 24 juillet 1966, section III « Direction et administration des sociétés anonymes » (art. L 89 à L 150). La COB propose donc une **interprétation plus large en englobant d'autres « dirigeants ».**

La liste des dirigeants effectifs donnée par la COB n'est pas limitative. Les entreprises doivent veiller à recenser l'ensemble des dirigeants concernés par cette définition, ceux-ci pouvant être désignés par d'autres termes tel que « comité stratégique ».

En ce qui concerne le second marché, l'exigence de la COB sur l'information relative aux rémunérations versées aux dirigeants par les autres sociétés du groupe va au-delà des obligations minimales de la réglementation européenne : en effet, la directive n°89/298/CEE (art.11, f) n'exige que l'indication de la rémunération des dirigeants « de l'émetteur », sans viser les rémunérations versées par les autres sociétés du groupe.

Selon la COB, la présentation des données correspondantes de l'exercice précédent est « importante » ainsi que l'indication, le cas échéant, des modifications intervenues pour la détermination des montants concernés.

Il est également indiqué dans les documents soumis à l'approbation de la COB, le **nombre global d'options de souscription** et/ou d'achat d'actions de la société mère, et/ou de toute autre société (française ou étrangère) membres du groupe, détenues ainsi que celles attribuées et/ou exercées au cours de l'année par l'ensemble des personnes énumérées ci-dessus (à

l'exception des administrateurs simples qui n'y ont pas droit), avec la mention du prix d'exercice.

Les exigences de la COB pour ces dernières indications relatives aux options vont plus loin que la liste des renseignements demandés au minimum par la directive européenne n°80/390 précitée (schéma « A », ch. VI, art. 6.2.1) : en effet, la réglementation européenne ne vise que les options sur les actions de l'émetteur, et se limite aux options « conférées » c'est-à-dire octroyées (l'instruction de la COB précitée de janvier 1992 (art. 6.2.1) s'en tenait à ces critères européens).

Si l'ensemble des personnes énumérées ci-dessus (personnellement ou par leur conjoint ou enfants mineurs) détient au moins 0.5% du capital social de la société mère et/ou toute autre société mère du groupe (française ou étrangère), ce pourcentage de détention doit être indiqué (Bull. COB n°278, mars 1994, p.20).

En outre, **les dirigeants doivent être identifiés**. Extrait du bulletin COB n°91-02 :

« Les entreprises sont tenues d'indiquer :

- les noms, adresses et fonctions chez l'émetteur des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance, avec leurs dates d'entrée dans la société et leurs principales activités en dehors de la société,"

Les précisions apportées par la COB et décrites ci-dessus pour le prospectus sont-elles susceptibles de s'appliquer à l'information à fournir dans les annexes ?

Selon le bulletin COB de mars 1994, ces nouvelles dispositions doivent être utilisées « pour l'application des règlements COB », qui ne visent que les prospectus, ainsi que « pour les règlements n°91-01 et n° 91-02 du CRB relatifs aux comptes annuels et consolidés des établissements de crédit ».

Il en résulte le champ d'application suivant (confirmé par les services de l'« information financière » de la COB) :

- ✓ Etablissements de crédit.

L'information relative à la rémunération des dirigeants des établissements de crédit doit être indiquée suivant les dispositions présentées ci-dessus pour le prospectus. Il ne s'agit toutefois que des dispositions concernant l'information sur les rémunérations, et non celles visant les options ou les intérêts des dirigeants. La COB et le CRB se sont en effet mis d'accord pour arrêter une disposition commune (cf Bulletin de la France n°55 de mai 1994, p.167 et bulletin COB de mars précité).

- ✓ Sociétés industrielles et commerciales cotées.

Les nouvelles dispositions introduites par le bulletin COB ne sont pas, en principe, applicables aux annexes des comptes annuels et consolidés.

Toutefois, le service de l'« information financière » de la COB :

- serait favorable à leur application en général
- estime leur **application obligatoire dans les rapports annuels** pour pouvoir s'en servir comme documents de référence lors de l'émission de valeurs mobilières.

- ✓ Sociétés industrielles et commerciales non cotées.

Les nouvelles dispositions de la COB ne sont pas, en principe, applicables aux annexes des comptes individuels et consolidés de ces sociétés. Les informations à fournir sont donc toujours **les rémunérations des seuls représentants légaux de la société concernée.**

3.1.3. L'attestation des rémunérations

Origine et nature de l'obligation

« **Tout actionnaire est en droit d'obtenir communication du montant global, certifié exact par les commissaires au compte, des rémunérations versées aux personnes les mieux rémunérées de l'entreprise, le nombre de ces personnes étant de dix ou de cinq selon que l'effectif du personnel excède ou non deux cent salariés** » loi n°66-537 du 24 juillet 1966, art. 168-4°, article L225-115 4° du Code de commerce.

Les membres du **comité d'entreprise** ont droit aux mêmes communications que les actionnaires ; ils peuvent donc, à ce titre, obtenir cette attestation (Code du travail art. L 432-4).

Le montant des rémunérations versées doit inclure le montant de la **rémunération brute** (et non le montant net des fiches de paie) comprenant tous les avantages et indemnités perçus quelles que soient leur forme et leur qualification, à l'exception des remboursements de frais non forfaitaires.

Sont à prendre en compte tous les éléments du salaire, c'est-à-dire les salaires eux-mêmes mais aussi les indemnités de congés payés, les avantages en nature, toutes les primes et gratifications telles que le treizième mois, les primes de bilan, de vacances, les primes d'ancienneté, etc.

Cette information s'inscrit dans le cadre du droit de communication des actionnaires. L'obligation d'établissement et de communication de cette information incombe donc aux dirigeants (présidents, administrateurs, directeurs généraux) de la société et non pas au commissaire aux comptes (qui doit toutefois en certifier l'exactitude).

Le non respect de cette obligation est sanctionné d'une **amende de 60 000F** (loi 66-537 art. 445-1°).

Sociétés concernées

Seules les sociétés par actions, c'est-à-dire les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions, à l'exception des sociétés par actions simplifiées (loi 66-537 art. 262-1, al.2), sont concernées par cette obligation. Les SARL, les sociétés en commandite simple et les sociétés en nom collectif n'ont pas à fournir cette information.

Modalités de communication de cette information

L'information doit être tenue à la disposition des actionnaires, au siège social ou au lieu de la direction administrative de la société, à compter de la convocation de l'assemblée générale ordinaire annuelle et au moins pendant le délai de quinze jours qui précède la date de

la réunion. Le droit de prendre connaissance de l'information emporte celui de prendre copie (décret 67-236 du 23 mars 1967, art. 139).

L'information n'a donc pas à être adressée spontanément à l'actionnaire et la société n'est pas non plus légalement tenue de la lui adresser en cas de demande.

La COB a été saisie à plusieurs reprises de réclamations d'actionnaires qui, dans l'impossibilité de se déplacer, avaient demandé à leur société de leur communiquer ce renseignement par écrit et s'étaient vus opposer une fin de non-recevoir. La COB trouve regrettable que, lorsqu'une société fait publiquement appel à l'épargne, des contacts confiants et faciles ne puissent s'établir entre ses actionnaires et ses dirigeants. Et elle estime souhaitable que les sociétés acceptent de répondre par écrit aux demandes relatives aux plus fortes rémunérations qu'elles ont versées, lorsque ces demandes sont présentées par des porteurs de titres justifiant de leurs difficultés à se déplacer jusqu'au siège social. Mais le refus de communication par écrit est conforme à la lettre stricte des textes.

Si la société refuse en totalité ou en partie la communication de ce document, il sera statué par décision de justice, à la demande de l'actionnaire auquel ce refus aura été opposé (loi 66-537 art.172). Dans ce cas, le président du tribunal de commerce, statuant en référé, pourra ordonner à la société, sous astreinte, de communiquer ce document à l'actionnaire (décret 67-236, art.143).

En outre, au titre du droit à **l'information permanente**, en dehors même des assemblées, l'actionnaire peut, à toute époque de l'année, prendre connaissance au siège de la société des documents mis à la disposition des actionnaires (et donc de l'attestation des rémunérations) avant les assemblées qui se sont tenues lors des **trois derniers exercices** (décret 67-236 art 170, Code de commerce article L225-117).

3.1.4. Le relevé des frais généraux

Doit être fourni, à l'appui de la déclaration des résultats, pour l'exercice et l'exercice précédent (Code Général des Impôts art. 36, 39-5 et 54 *quater*) :

- le montant de l'ensemble des rémunérations directes ou indirectes, y compris les remboursements de frais versés aux personnes les mieux rémunérées ;
- les vrais de voyage et de déplacement exposés par ces personnes ;
- les dépenses et charges afférentes aux véhicules et autres biens dont elles peuvent disposer en dehors des locaux professionnels ;
- les dépenses et charges de toute nature afférentes aux immeubles qui ne sont pas affectés à l'exploitation ;
- les cadeaux de toute nature, à l'exception des objets de faible valeur conçus pour la publicité ;
- les frais de réception, y compris les frais de restaurant et de spectacle, les personnes les mieux rémunérées s'entendant, suivant que l'effectif du personnel excède ou non 200 salariés, des dix ou des cinq personnes dont les rémunérations directes ou indirectes ont été les plus importantes au cours de l'exercice, lorsque ces frais excèdent :
- 300 000 euros ou 150 000 euros pour l'ensemble des rémunérations directes ou indirectes versées aux 10 ou 5 personnes les mieux rémunérées, suivant que l'effectif excède ou non 200 salariés, ou 50 000 euros pour l'une d'entre elle prise individuellement ;
- 15 000 euros pour les frais de voyage ;
- 30 000 euros pour le total, d'une part des dépenses et charges afférentes aux véhicules et autres biens dont elles peuvent disposer en dehors des locaux professionnels et, d'autre

part, des dépenses et charges de toute nature afférentes aux immeubles qui ne sont pas exploités pour l'exploitation ;

- 3 000 euros pour les cadeaux de toute nature, à l'exception des objets spécialement conçus pour la publicité et dont la valeur ne dépasse pas 30 euros par bénéficiaire ;
- 6 100 euros pour les frais de réception, y compris les frais de restaurant et de spectacle.

Sous-section 3.2 : les sources exploitables sur les stock options avant la loi NRE

3.2.1. Quelques rappels les stock options

Sociétés pouvant consentir des options

Qu'elles soient **cotées ou non**, les **sociétés anonymes** et les sociétés en **commandite par actions** peuvent consentir à leurs salariés et dirigeants des options de souscription ou des options d'achat d'actions (Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 (L), art. 208-1 et 208-3 ; cf. par renvoi, art. L 251, al. 2).

Depuis la loi 99-587 du 12 Juillet 1999 sur l'innovation et la recherche (art.3), les **sociétés par actions simplifiées** peuvent avoir des personnes physiques comme associés et peuvent ainsi consentir de telles options.

Les options peuvent être consenties par la société non seulement aux membres de son personnel salarié et à ses dirigeants (ou à certains d'entre eux) mais aussi aux salariés ou dirigeants des sociétés de son **groupe**. Toutefois, avant de mettre en place des plans d'options au sein d'un groupe, les sociétés doivent vérifier qu'elles ne se heurtent pas à certaines contre-indications dues à des interférences avec d'autres régimes, en particulier fiscaux, supposant le respect de contraintes de pourcentages de participation.

Bénéficiaires des options

✓ Salariés.

Les options de souscription ou d'achat d'actions bénéficient aux membres du personnel salarié de la société ; elles peuvent n'être offertes qu'à certains d'entre eux (art. L 208-1, al. 1), par exemple aux cadres investis de certains pouvoirs de décision.

✓ Mandataires sociaux.

Les dirigeants sociaux président du conseil d'administration, directeurs généraux, membres du directoire ou gérants s'il s'agit d'une SCA peuvent eux aussi bénéficier des options de souscription ou d'achat d'actions (art. L 208-8-1). Rien ne s'oppose d'ailleurs à ce qu'ils en soient les seuls bénéficiaires.

La loi n° 87-416 du 17 juin 1987 a supprimé l'obligation pour les dirigeants d'avoir exercé une activité salariée dans la société émettrice ou dans une société appartenant au même groupe pendant au moins cinq ans. Bien que l'article 208-8-1 al. 3 mentionne encore cette obligation, les dispositions de la loi n° 87-416 plus récentes et plus favorables nous semblent avoir abrogé et remplacé les dispositions antérieures sur ce point. (Dans le même sens, Rép. Hubert, AN 4 janvier 1988 p. 57).

Dans les sociétés à directoire et conseil de surveillance, l'attribution d'options aux membres du directoire doit être approuvée par le conseil de surveillance, seul compétent pour fixer la

rémunération des membres du directoire (art. L 123).

Les autres mandataires sociaux, et en particulier les simples administrateurs ou les membres du conseil de surveillance, ne peuvent en principe pas bénéficier des options sous réserve toutefois des dérogations ci-après :

- ✓ les intéressés cumulent leurs fonctions avec un contrat de travail, ce qui leur confère la qualité de salarié de la société ;
- ✓ ils exercent des fonctions de président directeur général, de directeur général, de membre du directoire ou de gérant d'une société appartenant au même groupe que la société qui consent les options (art. L 208-8-1, al. 5) ;
- ✓ ils participent avec des salariés à la création d'une société ou au rachat de la majorité des droits de vote en vue d'assurer la continuation de la société, à la double condition que les mandataires soient des personnes physiques et que les options soient consenties dans les deux ans qui suivent l'immatriculation de la société ou le rachat des droits (art. L 208-8-1, al. 1 et 2).

- ✓ Bénéficiaires déjà actionnaires.

Il ne peut pas être consenti d'options aux salariés et aux mandataires sociaux possédant plus de 10 % du capital social (art. L 208-6, al. 2).

Cette limite est portée au tiers du capital lorsque les options sont consenties dans les deux ans de la création de la société ou du rachat de la majorité du capital d'une société par ses salariés ou ses mandataires sociaux (art. L 208-8-1, al. 4).

- ✓ Groupe de sociétés.

Des options peuvent être consenties (art. L 208-4) :

- ✓ aux membres du personnel salarié des sociétés ou des groupements d'intérêt économique dont 10 % au moins du capital ou des droits de vote sont détenus, directement ou indirectement, par la société consentant les options ;
- ✓ aux membres du personnel salarié des sociétés ou des GIE détenant, directement ou indirectement, au moins 10 % du capital ou des droits de vote de la société consentant les options ;
- ✓ aux membres du personnel salarié des sociétés ou des GIE dont 50 % au moins du capital ou des droits de vote sont détenus, directement ou indirectement, par une société détenant elle-même, directement ou indirectement, au moins 50 % du capital de la société consentant les options.

Sont ainsi visées les sociétés mères et filiales (au sens large) et les sociétés sœurs.

3.2.2. Publicité des stock-options :

Information des actionnaires :

Chaque année, l'assemblée générale ordinaire doit être informée du nombre et du prix des options consenties et de leurs bénéficiaires, ainsi que du nombre des actions souscrites ou achetées (art. L 208-8 ; art. D 174-20).

Cette information, dont les modalités pratiques ne sont fixées par aucun texte, est très généralement donnée dans le rapport du conseil d'administration (ou du directoire) à l'assemblée ordinaire annuelle.

Cette information doit aussi être donnée, le cas échéant, à l'assemblée générale ordinaire de la société qui contrôle majoritairement, directement ou indirectement, celle qui consent les

options (art. L 208-4, al. 2).

Cette notion de contrôle majoritaire doit à notre avis s'apprécier en fonction des droits de vote et non des droits en capital (cf. par analogie art. L 355-1).

Documents soumis au visa de la COB :

Des informations concernant les plans d'options doivent être données dans les documents soumis au visa de la COB (prospectus ou document de référence) : nombre d'options, prix d'exercice, nombre de bénéficiaires, etc. La COB a en outre invité les sociétés à préciser la part accordée aux dirigeants : nombre d'options destinées aux dirigeants et nombre de dirigeants concernés, étant précisé que « sont ainsi visés les membres de l'équipe dirigeante, dont la définition est laissée à l'appréciation de l'émetteur lui-même, et qui peut correspondre notamment, à un directoire, un comité de direction, un comité stratégique ».

La COB est en outre favorable au renforcement de l'information concernant les options au sein d'un groupe (Bull. COB novembre 1995 p. 45).

Sous-section 3.3 : les dispositions sur la publicité des rémunérations et des stock options introduites par la loi NRE

3.3.1. Information sur les rémunérations des dirigeants

3.3.1.1. Le texte

Article 116 de la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques :

« I. - Après l'article L. 225-102 du code de commerce, il est inséré un article L. 225-102-1 ainsi rédigé :

« Art. L. 225-102-1. – Le rapport visé à l'article L. 225-102 rend compte de la **rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social.**

« Il indique également le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice **de la part des sociétés contrôlées** au sens de l'article L. 233-16 .

« Il comprend également la liste de l'ensemble des mandats et fonctions exercés dans toute société par chacun de ces mandataires durant l'exercice.

[...] »

II. - Les dispositions des trois premiers alinéas de l'article L225-102-1 du code de commerce prennent effet **à compter de la publication du rapport annuel portant sur l'exercice ouvert à compter du 1^{er} janvier 2001.** [...] »

Note : Le rapport visé à l'article L. 225-102 est « le rapport présenté par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, à l'assemblée générale ».

3.3.1.2.Ce qu'il implique

Sociétés concernées

Sont tenues de communiquer la rémunération des dirigeants les **sociétés anonymes (SA)** et les **sociétés en commandite par action (SCA)**, qu'elles soient **cotées ou non**.

Dirigeants concernés

Les dirigeants concernés sont les **mandataires sociaux** c'est-à-dire :

- dans les SA : le président du conseil d'administration, le directeur général, les directeurs généraux délégués, les administrateurs, les membres du directoire et ceux du conseil de surveillance ;
- dans les SCA : les gérants et les membres du conseil de surveillance.

En effet, la **notion de mandataire social n'est pas définie par le législateur mais son intention a bien été de viser l'ensemble des dirigeants de la société**, les travaux parlementaires de la loi NRE considérant que la notion de mandataire social « *inclut les administrateurs, les membres du directoire, les membres du conseil de surveillance, les directeurs généraux délégués et les gérants des sociétés en commandite par action. En revanche, les mandataires spéciaux désignés et les membres des comités créés par le conseil d'administration en application de l'article 90 du décret du 23 mars 1967 ne semblent pas concernés* » (Rapport Besson, Assemblée Nationale, 1^{ère} lecture, N° 2327).

Modalités de communication de l'information

L'information est **nominative et individuelle** pour chaque dirigeant concerné et sa communication est effectuée dans le **rapport de gestion** de la société, ce qui implique sa publicité à l'Assemblée Générale Annuelle et au greffe.

Rémunérations concernées

L'information porte sur « la rémunération totale et les avantages de toute nature », formulation large qui inclut **l'ensemble des prestations reçues** par chaque dirigeant concerné :

- à raison de son activité de mandataire social : rémunérations décidées par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance et jetons de présence,
- mais aussi à raison d'autres fonctions, liées à un contrat de travail notamment, et ce quelle que soit leur qualification : salaires, primes, indemnités, commissions, honoraires, avantages, etc, à l'exclusion toutefois des remboursements de frais au franc le franc.

Les rémunérations à publier sont celles versées « durant l'exercice ». Ainsi les bonus versés en n+1 au titre de l'exercice n ne seraient pas à prendre en compte pour l'information à communiquer au titre de n; en revanche, ceux versés n au titre de n-1 devraient l'être.

Le texte ne précise pas s'il s'agit d'une rémunération brute ou nette.

D'autres rémunérations doivent être retenues pour les dirigeants de sociétés membres d'un groupe. En effet, l'information fournie par chaque société porte :

- non seulement sur les rémunérations et avantages qu'elle a elle-même versés à ses dirigeants,
- mais aussi à ceux versés par ses **filiales**, c'est-à-dire par les sociétés qu'elle contrôle de façon exclusive ou conjointe. Et ce même si :
 - la filiale n'est pas consolidée

- la société n'établit pas de comptes consolidés
- le dirigeant n'est pas mandataire de la filiale
- la filiale est étrangère.

En ce sens, Mémento Sociétés, n°11076 et ANSA (Association Nationale des Sociétés par Action), Com. n°3077, juillet 2001.

En revanche **il n'y a pas lieu de retenir les rémunérations versées par la société mère de la société dont la personne est dirigeant**, à l'inverse des stock-options qui prennent en compte les sociétés liées.

Sanctions

La loi n'a pas prévu de sanction spécifique en cas d'omission des informations dans le rapport de gestion. Il faut donc attendre que la jurisprudence et la doctrine en précisent les conséquences.

3.3.1.3. Statut des « anciennes » informations : annexe et état des 5 ou 10 plus hautes rémunérations

Ces informations doivent toujours être fournies, la loi ne les ayant pas supprimé. Les objectifs poursuivis ne sont en effet pas les mêmes.

L'information fournie dans l'annexe des comptes individuels et consolidés concerne bien les mandataires sociaux mais :

- c'est une information globale (non nominative),
- elle se limite aux rémunérations liées à la fonction de mandataire social et exclut les autres rémunérations,
- elle n'inclut pas les rémunérations versées par les filiales non consolidées.

L'information fournie dans l'état des 5 ou 10 plus hautes rémunérations concerne bien l'ensemble des rémunérations versées mais :

- c'est une information globale,
- elle englobe des rémunérations pouvant concerner des personnes non mandataires sociaux,
- elle n'englobe pas les rémunérations versées par les filiales.

3.3.2. Publicité des stock-options des dirigeants

3.3.2.1. Le texte

Code de commerce article L. 225-184 :

« Un rapport spécial informe chaque année l'assemblée générale ordinaire des opérations réalisées en vertu des dispositions prévues aux articles L. 225-177 à L.225-186.

Ce rapport rend également compte :

- du nombre, des dates d'échéance et du prix des options de souscription ou d'achat d'actions qui, durant l'année et à raison des mandats et fonctions exercés dans la société ont été consenties à chacun de ces mandataires par la société et par celles qui lui sont liées dans les conditions prévues à l'article L 225-180 ;
- du nombre, des dates d'échéance et du prix des options de souscription ou d'achat d'actions qui ont été consenties durant l'année à chacun de ces mandataires, à raison des

mandats et fonctions qu'ils y exercent par les sociétés contrôlées au sens de l'article L 233-16 ;

- du nombre et du prix des actions souscrites durant l'exercice par les mandataires sociaux de la société en levant une ou plusieurs des options détenues sur les sociétés visées aux deux alinéas précédents.

Ce rapport indique également :

- le nombre, le prix et les dates d'échéance des options de souscription ou d'achat d'actions consenties, durant l'année, par la société et par les sociétés ou groupements qui lui sont liés dans les conditions prévues à l'article L 225-180, à chacun des dix salariés non mandataires sociaux dont le nombre d'options ainsi consenties est le plus élevé. »

3.3.2.2.Ce qu'il implique

Date d'effet

A la différence de l'information sur les rémunérations, qui concerne l'exercice ouvert à compter du 1^{er} janvier 2001 et donc les assemblées générales du 1^{er} semestre 2002 la publicité des stock-options concerne les **Assemblées Générales** annuelles tenues depuis le **second semestre 2001**.

Sociétés concernées

Sont tenues de fournir une information sur les stock-options allouées aux dirigeants **toutes les sociétés par actions ayant émis des stock-options** (y compris les SAS, Sociétés par Action Simplifiée), qu'elles soient **cotées ou non**.

La précision « ayant émis des stock-options » est importante dans le cadre d'un groupe (cf infra).

Dirigeants concernés

Il ne s'agit pas que de dirigeants : sont concernés les **mandataires sociaux** (cf supra) et **les 10 salariés non mandataires sociaux les mieux servis**.

L'identification de ces 10 salariés doit être réalisée :

- en faisant le cumul des options d'achat et de souscription,
- pour l'exercice écoulé et non pas en cumul,
- en distinguant les options consenties des options levées.

Il peut donc y avoir jusqu'à 20 salariés les mieux servis , pouvant en outre être différents d'un exercice à l'autre : 10 pour les options consenties, 10 pour les options levées.

En cas d'options égalitaires (par exemple 30 personnes se voient consentir le même nombre d'options) , la société devrait publier tous les noms des bénéficiaires et des options en cause en vertu du principe de non-discrimination (en ce sens, ANSA, Com. N°3061, p.5, avril 2001).

Modalités de communication de l'information

L'information est **nominative et individuelle** pour chaque personne concernée.

Elle est communiquée dans un «**rapport spécial** », établi par le conseil d'administration ou le directoire, mais **distinct du rapport de gestion**.

Ce « rapport spécial » sert à informer l'AG annuelle dans son ensemble et non à informer chaque actionnaire pris individuellement.

En conséquence, si l'on suit l'étude pratique du Bulletin Comptable et Fiscal (BCF) Francis Lefebvre de novembre 2001 :

- il doit être au minimum déposé sur le bureau de l'assemblée pour pouvoir être consulté par les actionnaires et mention doit être faite de cette mise à disposition lors de l'assemblée,
- il doit être déposé au siège social dans les 15 jours qui précèdent l'assemblée pour consultation par les actionnaires,
- **il n'a pas à être déposé au greffe.**

Néanmoins, pour les sociétés cotées, la COB demande à ce que ces informations figurent dans le **document de référence** et dans les **prospectus** de la façon suivante :

- information concernant les mandataires sociaux : comme indiquée par la loi ;
- information concernant les 10 salariés les mieux servis : montant global sans indication de noms.

L'information doit être communiquée à la fois :

- à l'assemblée de la société émettant les options,
- à l'assemblée de la société (française) contrôlant majoritairement directement ou indirectement la société émettant les options.

Information à communiquer

Elle porte sur les **options d'achat et de souscription** d'actions ou de certificats d'investissement qui, au cours de l'exercice, ont été **consenties ou exercées**.

Doivent être précisés :

- pour les options consenties : le nombre, la date d'échéance, le prix,
- pour les options exercées : le nombre et le prix des actions souscrites ou achetées.

D'autres informations doivent être retenues pour les dirigeants de sociétés membres d'un groupe.

L'information fournie par chaque société porte :

- sur les stock-options qu'elle a elle-même consenties à ses mandataires sociaux et ses 10 salariés les mieux servis,
- mais aussi sur **celles consenties par les sociétés liées** (pour les options allouées aux mandataires sociaux et aux 10 salariés les mieux servis) et par les **filiales** (pour les options allouées aux mandataires sociaux uniquement).

Sociétés liées (cf C. com. Art. L 225-180 : réglementation des stock-options) : notamment sociétés filiales ou mères à 10% au moins de la société qui émet les options .

Filiales (cf C. com. Art. L 233-16 : réglementation des comptes consolidés) : sociétés sous contrôle exclusif ou conjoint.

Et ce même si :

- la filiale n'est pas consolidée,
- la société n'établit pas de comptes consolidés,
- l'intéressé n'est pas mandataire social ou ne fait pas partie des 10 salariés les mieux servis dans la société liée ou la filiale,
- la filiale ou la société liée est étrangère.

Toutefois, selon certains, l'information sur les options consenties par les filiales et les sociétés liées ne doit être fournie qu'à condition que la société ait elle-même octroyé des options sur

titres, indépendamment de l'existence ou non de plans d'actions dans les sociétés liées ou les filiales (position citée par l'ANSA, Com. AG 2001, p.28).

Sanction en cas de défaut d'information

La communication du rapport spécial peut faire l'objet **d'une injonction de faire sous astreinte à la demande de tout intéressé**, injonction faite par le président du tribunal de commerce à l'encontre des dirigeants sociaux.

3.3.2.3. Statut des « anciennes informations »

L'information globale sur le nombre et le prix des options consenties et leurs bénéficiaires ainsi que sur le nombre des actions souscrites **doit toujours être fournie à l'AG.**

Section 4 : résultats

Les graphiques de l'annexe 1 retracent l'évolution de la rémunération moyenne des dirigeants et du résultat moyen des 29 entreprises du CAC 40 et de l'échantillon élargi à 13 entreprises du SBF 120.

La rémunération moyenne des dirigeants français a fortement augmenté ces dernières années, passant de 540 246 euros en 1997 à 789 588 euros en 2001 (en euros constants de 1997), soit une hausse de 46% , pour les dirigeants des 29 entreprises du CAC 40, et de 462 974 euros à 623 897 euros, soit une hausse de 35%, pour l'échantillon élargi à 13 entreprises du SBF 120. Cette hausse est légère entre 1997 et 1998 pour les dirigeants des 29 entreprises du CAC 40 et on constate même une légère baisse de la rémunération des dirigeants de l'échantillon élargi (qui reflète une réelle diminution de la rémunération de certains dirigeants mais résulte également du plus grand nombre d'observations en 1998 qu'en 1997). La hausse est forte entre 1999 et 2001, et particulièrement entre 1999 et 2000.

Le résultat net moyen est dans le même temps passé de 736 millions d'euros à 1,559 milliard d'euros, soit une hausse de 112%, pour les 29 entreprises du CAC 40, et de 564 millions d'euros à 1,234 milliard d'euros, soit une hausse de 119% millions d'euros, pour l'échantillon élargi. Il croît tout d'abord légèrement entre 1997 et 1999, augmente très fortement entre 1999 et 2000, puis très légèrement entre 2000 et 2001.

Ces quelques taux de croissance et les graphiques permettent donc deux constatations. En premier lieu on observe que la rémunération moyenne des dirigeants et le résultat moyen connaissent une évolution contrastée entre 2000 et 2001 avec des rémunérations qui augmentent mais un résultat qui stagne.

En second lieu on remarque que les rémunérations des dirigeants de l'échantillon élargi croissent de 35% pour une hausse du résultat de 119% quand celles des dirigeants du CAC 40 croissent de 46% pour une hausse du résultat de 112%. Si la rémunération dépend du résultat comment expliquer que des entreprises dont les résultats s'accroissent plus augmentent moins leurs dirigeants ?

Ces quelques constatations faites nous avons mesuré la sensibilité de la rémunération des dirigeants français à la performance de l'entreprise, considérant deux mesures de la performance de l'entreprise: une mesure comptable, le résultat net (part du groupe lorsqu'il s'agit d'un groupe) et une mesure boursière : le cours de l'action. L'ensemble des régressions ont été effectuées sur l'échantillon élargi, l'échantillon restreint aux 29 entreprises du CAC contenant trop peu d'observations.

Nous avons dans un premier temps procédé à de simples régressions de la rémunération sur une variable explicative, soit :

$$y_{it} = \beta v_{it} + b + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

avec i un indice société et t un indice temps, y_{it} la rémunération moyenne des dirigeants et v_{it} successivement le résultat de l'entreprise, le cours de l'action, le chiffre d'affaires, le nombre de salariés.

Les résultats de ces régressions sont résumés par le tableau de la page suivante.

| | 1.a | | 1.b | | 1.c | | 1.d | |
|--------------------|-----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | Coeff | Std error | Coeff | Std error | Coeff | Std error | Coeff | Std error |
| résultat | 0,0000525 | 0,0000193 | * | * | * | * | * | * |
| cours de l'action | * | * | 1623,352 | 688,575 | * | * | * | * |
| chiffre d'affaires | * | * | * | * | 8,53E-06 | 1,43E-06 | * | * |
| nombre de salariés | * | * | * | * | * | * | 1,2820004 | 0,4323907 |
| effet fixe firme | non | non | non | non | non | non | non | non |
| effet fixe temps | non | non | non | non | non | non | non | non |

Il ressort de ces simples régressions que la variable qui semble expliquer le mieux la rémunération moyenne des dirigeants est le chiffre d'affaires.

Nous avons alors procédé à des régressions de la rémunération sur la performance (comptable puis boursière) et le chiffre d'affaires :

$$y_{it} = \beta perf_{it} + \gamma c_{it} + b + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

avec $perf_{it}$ la performance de l'entreprise, c_{it} le chiffre d'affaires.

Les résultats des régressions (2) à (5) figurent dans les tableaux de la page suivante.

Pour les deux régressions le chiffre d'affaires est significatif à 0.1%. La performance n'est plus significative qu'à 11.5% si on la mesure par le résultat et affectée d'un coefficient négatif. Elle n'est pas significative si on la mesure par le cours de l'action.

Nous avons ensuite substitué au chiffre d'affaires le nombre de salariés, c'est-à-dire effectué la régression suivante :

$$y_{it} = \beta perf_{it} + \eta n_{it} + b + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

avec n_{it} le nombre de salariés.

La performance et le nombre de salariés apparaissent tous deux significatifs qu'on mesure la performance par le résultat ou par le cours de l'action et que le résultat est cette fois-ci affecté d'un coefficient positif dans les deux cas.

Nous introduisons alors le chiffre d'affaires, et effectuons la régression (4) :

$$y_{it} = \beta perf_{it} + \gamma c_{it} + \eta n_{it} + b + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Alors seul le chiffre d'affaires apparaît significatif, pour les deux mesures de la performance.

Ces quelques régressions suggèrent que le chiffre d'affaires biaise l'estimation et qu'il faut corriger la très forte hétérogénéité des sociétés en introduisant un effet fixe société dans la régression.

Nous avons donc effectué la régression suivante :

$$y_{it} = \alpha_l + \beta perf_{it} + \gamma c_{it} + \eta n_{it} + b + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

où α_i est l'effet fixe société.

Le chiffre d'affaires n'est plus significatif. Le nombre de salariés est significatif, et le résultat significatif à 21.5% et affecté d'un coefficient de 0.0000267 (pour la régression sur le résultat, le cours de l'action n'étant pas significatif dans la régression sur le cours).

Nous avons enfin introduit un effet fixe année, qui corrige d'éventuels chocs conjoncturels :

$$y_{it} = \alpha_t + \alpha_i + \beta perf_{it} + \gamma c_{it} + \eta n_{it} + b + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Le résultat n'est alors plus significatif qu'à 24.5% et la chiffre d'affaires et affecté d'un coefficient de 0.0000178.

Nous retiendrons donc la régression (5).

Résultats des régressions (2) à (6) :

| | 2 | | 3 | | 4 | | 5 | | 6 | |
|--------------------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | Coeff | Std error | Coeff | Std error | Coeff | Std error | Coeff | Std error | Coeff | Std error |
| résultat | 3,84E-05 | 2,42E-05 | 3,29E-05 | 1,91E-05 | -2,03E-05 | 2,36E-05 | 2,67E-05 | 1,73E-05 | 1,78E-05 | 1,52E-05 |
| chiffre d'affaires | 1,05E-05 | 1,91E-06 | * | * | 8,44E-06 | 2,29E-06 | 6,10E-08 | 2,57E-06 | -1,35E-06 | 2,26E-06 |
| nombre de salariés | * | * | 0,968 | 0,466 | -0,265 | 0,554 | 2,781 | 1,007 | 0,954 | 0,948 |
| effet fixe firme | non | non | non | non | non | non | oui | oui | oui | oui |
| effet fixe temps | non | non | non | non | non | non | non | non | oui | oui |

| | 2 | | 3 | | 4 | | 5 | | 6 | |
|--------------------|----------|-----------|---------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | Coeff | Std error | Coeff | Std error | Coeff | Std error | Coeff | Std error | Coeff | Std error |
| cours de l'action | 605,741 | 698,005 | 1352,53 | 642,929 | 830,853 | 676,506 | 220,844 | 636,638 | 180,018 | 599,249 |
| chiffre d'affaires | 7,35E-06 | 1,82E-06 | * | * | 5,05E-06 | 2,31E-06 | 2,63E-06 | 2,36E-06 | -2,76E-07 | 2,07E-06 |
| nombre de salariés | * | * | 0,992 | 0,530 | -0,087 | 0,692 | 2,042 | 1,202 | 0,256 | 1,096 |
| effet fixe firme | non | non | non | non | non | non | oui | oui | oui | oui |
| effet fixe temps | non | non | non | non | non | non | non | non | oui | oui |

On observe donc que la rémunération des dirigeants n'est que très peu sensible à la performance de l'entreprise. La régression (5) implique qu'une variation du résultat de l'entreprise d'un million d'euros entraîne une variation de la rémunération des dirigeants de 26.7 euros. Ce qui est assez faible. Pour une hausse de 564 millions, qui est la hausse du résultat moyen qu'on observe entre 1997 et 2001, on prédit une hausse de la rémunération moyenne de 15 059 euros. La rémunération moyenne des dirigeants ayant en fait augmenté de 160 923 euros, le résultat n'explique donc que 9% de la hausse de la rémunération des dirigeants.

Une analyse société par société permet de préciser ce résultat. On observe en effet que si dans certaines sociétés les rémunérations s'envolent alors que le résultat augmente peu, stagne, voire baisse, dans d'autres elles croissent de façon un peu plus modérée alors que les résultats croissent bien plus. L'étude de l'actionnariat des sociétés suggère alors que la concentration de l'actionnariat limite les très fortes hausses de rémunération.

Ainsi la rémunération moyenne des dirigeants de la Société Générale passe de 596 000 euros en 1999 à 1 065 556 euros en 2001 (les chiffres sont désormais en euros courants), soit une hausse de 79%, alors que le résultat a diminué, s'élevant à 2,154 milliards d'euros en 2001 contre 2,322 milliards d'euros en 1999. De même pour le groupe Danone : entre 1997 et 2000, le résultat croît normalement, passant de 559 millions d'euros en 1997 à 721 millions d'euros en 2000, soit une hausse de 29%, et la rémunération moyenne des dirigeants passe de 491 225 euros à 745 555 euros, soit une hausse de 52%. En 2001 le résultat du groupe chute à 132 millions d'euros mais les rémunérations atteignent le million d'euros. Le mauvais résultat de Danone en 2001 est certainement imputable à la conjoncture plus qu'à une mauvaise gestion des dirigeants et il n'y aurait donc rien eu d'étonnant à ce que la rémunération de l'équipe de direction ne chute pas, mais qu'elle augmente de 25% est tout de même assez surprenant. Le résultat d'Havas a cru fortement entre 1997 et 2001, passant de 24,812 à 57,777 millions d'euros, soit une hausse de 133%, mais les rémunérations ont augmenté bien plus encore, passant de 187 724 euros en 1997 à 549 907 euros en 2001, soit une hausse de 193%.

Dans d'autres sociétés si la rémunération des dirigeants croît la hausse est tout de même plus en rapport avec le résultat. Ainsi Peugeot dont les dirigeants ont perçu une rémunération moyenne de 517 308 euros en 2001 contre 383 462 euros en 1999, soit une hausse de 35% pour une hausse du résultat de 132%, ce résultat atteignant 1,691 milliard d'euros en 2001 contre 729 millions d'euros en 1999. Le groupe familial Peugeot détient cependant 26.46% des actions de la société et Pierre Peugeot est président du conseil de surveillance.

Il est cependant d'autres sociétés que celle contrôlées par des familles dont les rémunérations croissent régulièrement mais sans excès. Ainsi les dirigeants de Dexia gagnent en moyenne 810 000 euros en 2001 contre 641 667 en 1999, soit une hausse de 26%, quand le résultat de la société est passé de 761 millions d'euros à 1,426 milliard d'euros, soit une hausse de 87%, la CNP où la rémunération moyenne a cru de 34% en 5 ans mais le résultat de 134%. Et on est même assez surpris de la faible hausse de la rémunération des dirigeants de sociétés dont le résultat connaît pourtant un fort accroissement, comme Air Liquide, avec entre 1997 et 2001 un accroissement de 5% de la rémunération moyenne des dirigeants quand le résultat a cru de 49% ou encore AGF avec une augmentation de 4% des rémunérations pour une augmentation de 194% du résultat.

Ces sociétés ne sont pas contrôlées par des familles mais elles comptent de gros actionnaires. Le capital de Dexia est détenu à 15.34% par la société arcofin, holding financier à statut coopératif, celui de la CNP à 35.87% par Sopassure (holding de la poste et du groupe Caisse d'Epargne) et à 36.88% par la Caisse des dépôts et consignations, celui d'Air Liquide à 25.6% par des institutionnels étrangers, celui des AGF à 59.3% par le holding financier Allianz quand le capital de Danone est à 84% public (aucun actionnaire ne détenant plus de 5% du capital).

S'il y a des exceptions à la règle il semble donc que la concentration de l'actionnariat limite les très fortes hausses des rémunérations et parfois même la hausse des rémunérations tout simplement. Les cas Air Liquide et AGF sont d'ailleurs assez surprenants, mais il faut rappeler que nous étudions ici les rémunérations fixe et variable. Les dirigeants d'Air Liquide et d'AGF détiennent des stock options.

La rémunération des dirigeants français n'est donc que très peu liée au résultat de l'entreprise et sa très forte hausse entre 1997 et 2001 ne s'explique pas par la croissance des profits.

Comment l'expliquer alors ? Nous pensons que la croissance exceptionnelle des rémunérations des dirigeants français qui a eu lieu entre 1997 et 2001 correspond à un phénomène de rattrapage, les dirigeants français comparant de plus en plus leurs rémunérations à celles des dirigeants américains et s'estimant sous-payés comparés à leurs homologues d'outre-atlantique. Seuls les gros actionnaires ont alors pu modérer ce rattrapage.

Section 5 : Conclusion

La rémunération des dirigeants français a fortement augmenté ces cinq dernières années. Et la hausse du résultat des entreprises françaises n'explique que 9% de cet accroissement. Nous suggérons que cette importante hausse de la rémunération des dirigeants français correspond à un phénomène de rattrapage, les dirigeants français comparant de plus en plus leurs rémunérations à celles des dirigeants américains et s'estimant sous-payés comparés à leurs homologues d'outre-atlantique. Cette hypothèse nous semble confortée par la constatation que les gros actionnaires ont modéré cette hausse. Eux seuls sont en effet en mesure de limiter les excès. Nous n'avons pas intégré les stock options dans la rémunération des dirigeants. Les stock options constituant un bon moyen d'accroître considérablement les rémunérations sans trop affecter le résultat de l'entreprise et sans trop attirer l'attention il est fort probable que ce rattrapage est également passé par une attribution massive de stock options et que nos estimations sous-estiment l'ampleur du phénomène. L'intégration des stock options ainsi qu'une analyse de plus long terme qui ferait plus clairement ressortir le caractère exceptionnel de la hausse de ces dernières années seraient donc d'un grand intérêt.

Bibliographie.

Abowd J.M. & M. L. Bognanno, "International Differences in Executive and Managerial Compensation", in *Differences and Changes in Wage Structure*, Chicago University Press, 1995.

Berle A.A. et G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Mac Millan, 1932.

Bertrand M. et S. Mullainathan, "Do CEOs Set Their Own Pay ? The Ones Without Principal Do", *Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116 (3), pp.901-932.

Costa D. "The Unequal Work Day: A Long-Term View", *Journal of Labor Economics* 18 (1), January 2000, pp.156-181.

Crystal G. *In Search of Excess :The Overcompensation of American Executives*, New York, Norton, 1991.

Jensen M. C. et K. J. Murphy, "CEO's incentives- It's Not How Much You Pay, But How", *Harvard Business Review*, May-June 1990.

Jensen M. C. et K. J. Murphy, "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 1990, vol 98 n°2.

Hall B. J. et J. B. Liebman, « Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats ? », *Quarterly Journal of Economics*, cxiii, 3, 653-691, 1998.

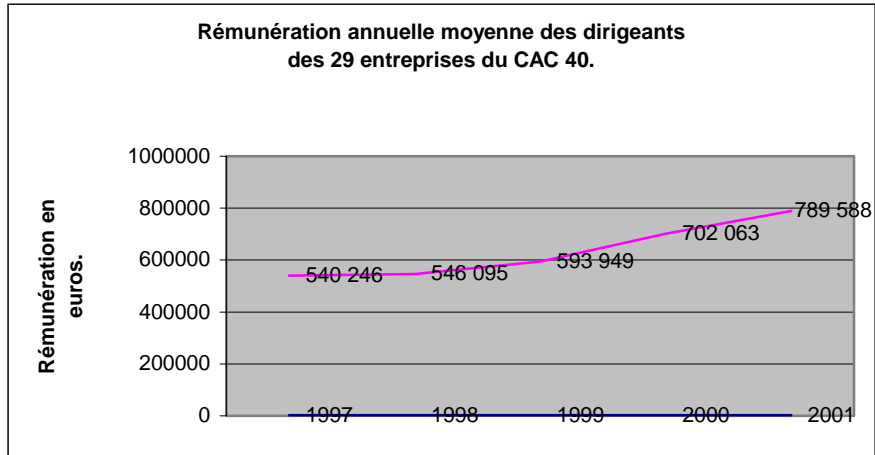
Piketty T. et E. Saez, « Income Inequality in the United States, 1913-1998 », NBER Working Paper n°8467, September 2001.

Watts R. L. et J. L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1986.

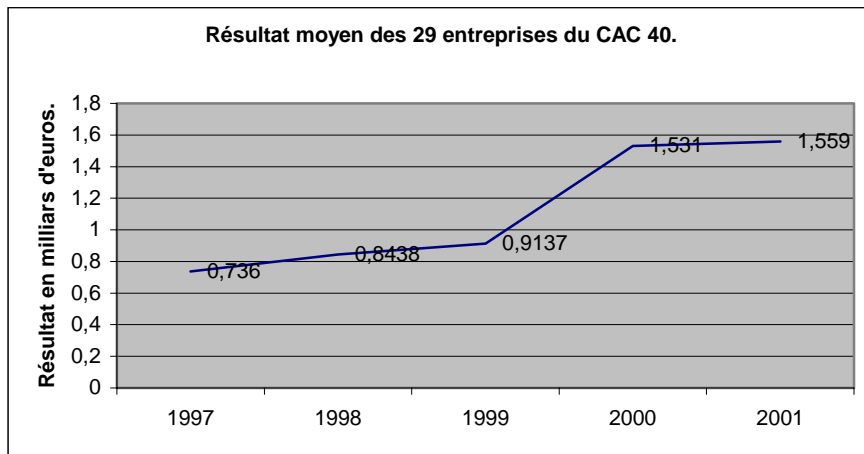
Yermack D. "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively", *Journal of Financial Economics*, volume 39, pp 237-69, 1995.

Annexe 1 : graphiques sur l'évolution de la rémunération moyenne des dirigeants et du résultat moyen

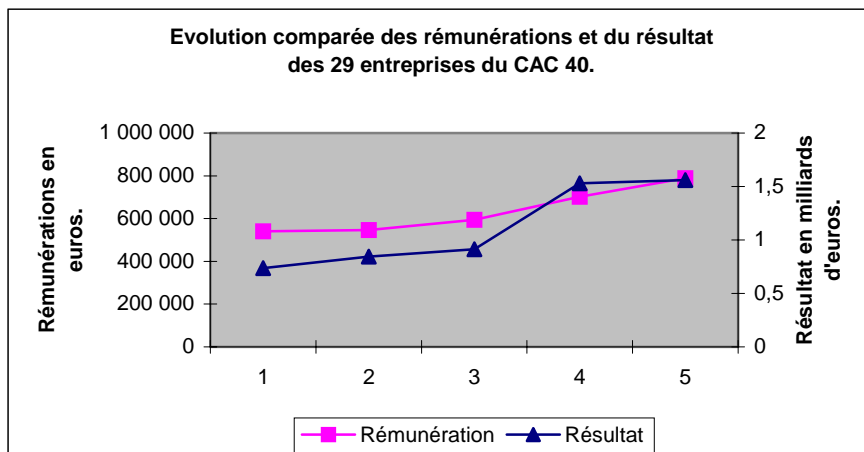
Graphique 1



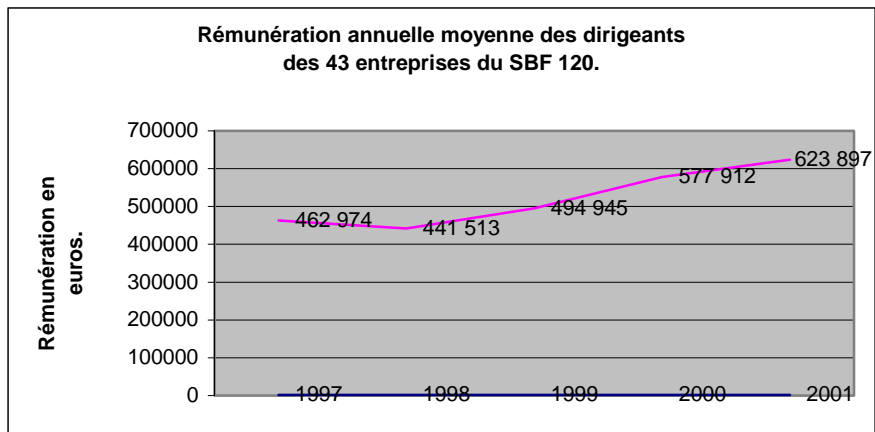
Graphique 2



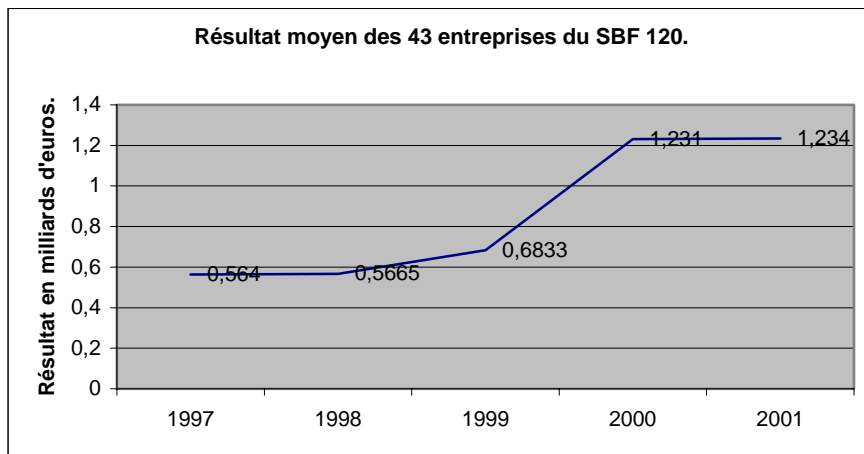
Graphique 3



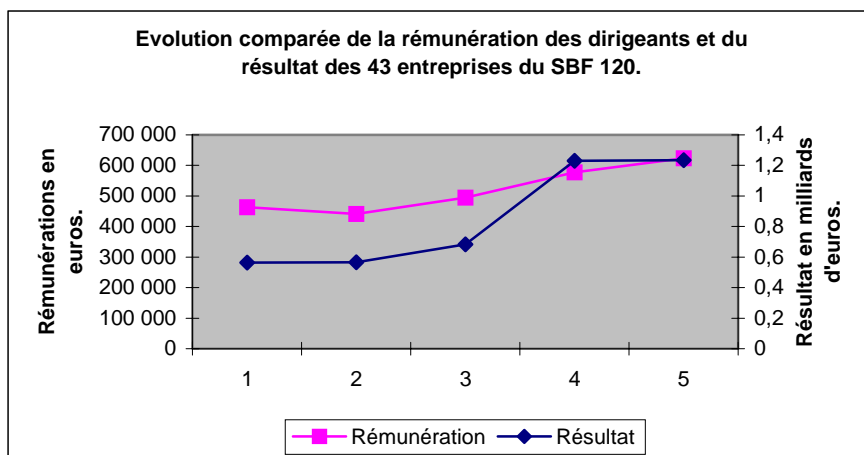
Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6



Annexe 2 : données sur la rémunération des dirigeants

Rémunération des dirigeants des 29 entreprises du CAC 40 1997-2001.

En francs courants.

ni est le nombre de dirigeants l'année i.

tot i est la rémunération totale des dirigeants l'année i.

moyi est la rémunération moyenne des dirigeants l'année i.

| société | 1997 | | | 1998 | | | 1999 | | | 2000 | | | 2001 | | |
|---------------------|------|-------------|------------|------|-------------|------------|------|-------------|------------|------|-------------|------------|------|-------------|------------|
| | n97 | tot97 | moy97 | n98 | tot98 | moy98 | n99 | tot99 | moy99 | n00 | tot00 | moy00 | n01 | tot01 | moy01 |
| accor | 12 | 23 765 849 | 1 980 487 | 12 | 25 489 660 | 2 124 138 | 12 | 30 588 915 | 2 549 076 | 12 | 38 788 090 | 3 232 341 | | | |
| alcatel | | | | 12 | 46 638 543 | 3 886 545 | 11 | 46 441 756 | 4 221 978 | 11 | 53 132 517 | 4 830 229 | 11 | 56 412 302 | 5 128 391 |
| agf | 7 | 14 778 000 | 2 111 143 | 8 | 23 567 000 | 2 945 875 | 8 | 18 287 000 | 2 285 875 | 8 | 24 624 626 | 3 078 078 | | | |
| aventis | | 41 933 000 | | 10 | 50 547 000 | 5 054 700 | 9 | 56 656 000 | 6 295 111 | 8 | 83 499 653 | 10 437 457 | 8 | 84 337 513 | 10 542 189 |
| axa | 16 | 229 498 807 | 14 343 675 | 22 | 264 496 860 | 12 022 585 | 21 | 268 008 779 | 12 762 323 | 20 | 237 864 800 | 11 893 240 | 18 | 209 906 240 | 11 661 458 |
| bnp-paribas | 21 | 35 800 000 | 1 704 762 | 21 | 44 800 000 | 2 133 333 | 23 | 53 132 517 | 2 310 109 | 12 | 73 270 397 | 6 105 866 | 12 | 72 773 719 | 6 064 477 |
| bouygues | | | | 14 | 49 000 000 | 3 500 000 | 14 | 57 900 000 | 4 135 714 | 14 | 53 700 000 | 3 835 714 | | | |
| carrefour | | | | 9 | 21 432 608 | 2 381 401 | 9 | 28 021 899 | 3 113 544 | 9 | 40 310 663 | 4 478 963 | | | |
| casino | 11 | 29 000 000 | 2 636 364 | 13 | 15 000 000 | 1 153 846 | 13 | 13 000 000 | 1 000 000 | 18 | 16 000 000 | 888 889 | 18 | 14 431 054 | 801 725 |
| saint gobain | 21 | 81 300 000 | 3 871 429 | 19 | 72 400 000 | 3 810 526 | 19 | 76 746 969 | 4 039 314 | 20 | 82 650 582 | 4 132 529 | 19 | 84 618 453 | 4 453 603 |
| credit lyonnais | | | | | | | 5 | 13 000 000 | 2 600 000 | 5 | 15 532 400 | 3 106 480 | 5 | 17 640 114 | 3 528 023 |
| dexia | | | | | | | 6 | 25 254 345 | 4 209 058 | 6 | 27 812 577 | 4 635 430 | 7 | 37 192 762 | 5 313 252 |
| france telecom | 16 | 14 000 000 | 875 000 | 12 | 16 600 000 | 1 383 333 | 9 | 18 900 000 | 2 100 000 | 17 | 26 238 280 | 1 543 428 | 11 | 34 568 934 | 3 142 630 |
| groupe danone | 9 | 29 000 000 | 3 222 222 | 9 | 38 045 506 | 4 227 278 | 9 | 48 540 818 | 5 393 424 | 11 | 53 788 474 | 4 889 861 | 10 | 65 595 700 | 6 559 570 |
| l'air liquide | 10 | 36 077 635 | 3 607 764 | 10 | 38 701 463 | 3 870 146 | 10 | 38 701 463 | 3 870 146 | 12 | 47 700 000 | 3 975 000 | 11 | 41 700 000 | 3 790 909 |
| l'oreal | 10 | 35 529 000 | 3 552 900 | 10 | 65 100 000 | 6 510 000 | 9 | 66 400 000 | 7 377 778 | 10 | 76 091 012 | 7 609 101 | 10 | 89 866 109 | 8 986 611 |
| lafarge | 11 | 25 500 000 | 2 318 182 | 15 | 40 200 000 | 2 680 000 | 16 | 53 000 000 | 3 312 500 | 16 | 53 000 000 | 3 312 500 | 14 | 56 589 410 | 4 042 101 |
| lvmh | 19 | 106 000 000 | 5 578 947 | 20 | 113 000 000 | 5 650 000 | 19 | 150 870 000 | 7 940 526 | 18 | 177 108 390 | 9 839 355 | 20 | 236 144 520 | 11 807 226 |
| peugeot | | | | | | | 13 | 32 699 456 | 2 515 343 | 13 | 41 141 623 | 3 164 740 | 13 | 44 113 108 | 3 393 316 |
| ppr | 5 | 17 400 000 | 3 480 000 | 7 | 20 200 000 | 2 885 714 | 7 | 26 600 000 | 3 800 000 | 5 | 28 000 000 | 5 600 000 | 5 | 26 236 961 | 5 247 392 |
| renault | 7 | 16 882 373 | 2 411 768 | 7 | 20 541 816 | 2 934 545 | 7 | 21 282 875 | 3 040 411 | | | | | | |
| sanofi synthelabo | | | | | | | 21 | 62 971 872 | 2 998 661 | 13 | 36 667 996 | 2 820 615 | 12 | 40 603 738 | 3 383 645 |
| schneider | 22 | 68 800 000 | 3 127 273 | 20 | 58 000 000 | 2 900 000 | 10 | 27 500 000 | 2 750 000 | 11 | 55 100 388 | 5 009 126 | 9 | 52 476 560 | 5 830 729 |
| société générale | | | | | | | 10 | 39 095 037 | 3 909 504 | 9 | 49 275 490 | 5 475 054 | 9 | 62 906 276 | 6 989 586 |
| st microelectronics | | | | 18 | 43 950 000 | 2 441 667 | 18 | 52 105 000 | 2 894 722 | 18 | 62 031 000 | 3 446 167 | 20 | 63 684 000 | 3 184 200 |
| suez | | | | | | | 9 | 43 293 162 | 4 810 351 | 9 | 53 132 517 | 5 903 613 | 12 | 67 563 571 | 5 630 298 |
| tf1 | | | | | | | 15 | 54 503 162 | 3 633 544 | 10 | 41 693 034 | 4 169 303 | 10 | 45 605 437 | 4 560 544 |
| thomson multimedia | | | | 11 | 25 000 000 | 2 272 727 | 19 | 37 000 000 | 1 947 368 | 17 | 38 701 463 | 2 276 557 | 19 | 41 981 248 | 2 209 539 |
| total fina elf | 14 | 26 300 000 | 1 878 571 | 16 | 35 900 000 | 2 243 750 | 19 | 55 700 000 | 2 931 579 | 27 | 90 300 000 | 3 344 444 | 26 | 97 081 636 | 3 733 909 |
| effectif et moyenne | 16 | | 3 543 780 | 22 | | 3 591 460 | 29 | | 3 956 826 | 28 | | 4 751 217 | 24 | | 5 416 055 |
| en francs constants | | | 3 543 780 | | | 3 534 590 | | | 3 896 048 | | | 4 605 231 | | | 5 179 358 |

En euros courants et constants de 1997.

moyi est la rémunération moyenne des dirigeants l'année i en euros courants.

moyicons est la rémunération moyenne des dirigeants l'année i en euros constants de 1997.

| société | 1997 | 1998 | | 1999 | | 2000 | | 2001 | |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | moy97 | moy98 | moy98cons | moy99 | moy99cons | moy00 | moy00cons | moy01 | moy01cons |
| accor | 301 923 | 323 823 | 322 983 | 388 604 | 382 635 | 492 767 | 477 626 | | |
| alcatel | | 592 500 | 590 963 | 643 636 | 633 750 | 736 364 | 713 738 | 781 818 | 747 651 |
| agf | 321 842 | 449 096 | 447 931 | 348 479 | 343 127 | 469 250 | 454 832 | | |
| aventis | | 770 584 | 768 586 | 959 684 | 944 942 | 1 591 180 | 1 542 289 | 1 607 146 | 1 536 910 |
| axa | 2 186 679 | 1 832 831 | 1 828 078 | 1 945 604 | 1 915 718 | 1 813 113 | 1 757 403 | 1 777 778 | 1 700 084 |
| bnp-paribas | 259 889 | 325 225 | 324 381 | 352 174 | 346 764 | 930 833 | 902 233 | 924 523 | 884 119 |
| bouygues | | 533 572 | 532 188 | 630 486 | 620 801 | 584 751 | 566 784 | | |
| carrefour | | 363 042 | 362 101 | 474 657 | 467 366 | 682 813 | 661 833 | | |
| casino | 401 911 | 175 903 | 175 447 | 152 449 | 150 107 | 135 510 | 131 347 | 122 222 | 116 881 |
| saint gobain | 590 195 | 580 911 | 579 405 | 615 789 | 606 331 | 630 000 | 610 643 | 678 947 | 649 275 |
| credit lyonnais | | | | 396 367 | 390 279 | 473 580 | 459 029 | 537 844 | 514 338 |
| dexia | | | | 641 667 | 631 810 | 706 667 | 684 954 | 810 000 | 774 601 |
| france telecom | 133 393 | 210 888 | 210 341 | 320 143 | 315 225 | 235 294 | 228 064 | 479 091 | 458 153 |
| groupe danone | 491 225 | 644 444 | 642 773 | 822 222 | 809 593 | 745 455 | 722 550 | 1 000 000 | 956 297 |
| l'air liquide | 550 000 | 590 000 | 588 470 | 590 000 | 580 937 | 605 985 | 587 365 | 577 920 | 552 664 |
| l'oreal | 541 636 | 992 443 | 989 869 | 1 124 735 | 1 107 459 | 1 160 000 | 1 124 358 | 1 370 000 | 1 310 127 |
| lafarge | 353 405 | 408 563 | 407 504 | 504 987 | 497 231 | 504 987 | 489 471 | 616 214 | 589 284 |
| lvmh | 850 505 | 861 337 | 859 103 | 1 210 525 | 1 191 931 | 1 500 000 | 1 453 911 | 1 800 000 | 1 721 335 |
| peugeot | | | | 383 462 | 377 571 | 482 462 | 467 637 | 517 308 | 494 700 |
| ppr | 530 523 | 439 924 | 438 783 | 579 306 | 570 408 | 853 714 | 827 483 | 799 960 | 764 999 |
| renault | 367 672 | 447 369 | 446 208 | 463 508 | 456 388 | | | | |
| sanofi synthelabo | | | | 457 143 | 450 121 | 430 000 | 416 788 | 515 833 | 493 290 |
| schneider electric | 476 750 | 442 102 | 440 956 | 419 235 | 412 795 | 763 636 | 740 173 | 888 889 | 850 042 |
| société générale | | | | 596 000 | 586 845 | 834 667 | 809 021 | 1 065 556 | 1 018 988 |
| st microelectronics | | 372 230 | 371 264 | 441 298 | 434 519 | 525 365 | 509 222 | 485 428 | 464 214 |
| suez | | | | 733 333 | 722 069 | 900 000 | 872 347 | 858 333 | 820 822 |
| tf1 | | | | 553 930 | 545 422 | 635 606 | 616 077 | 695 250 | 664 866 |
| thoms multimedia | | 346 475 | 345 577 | 296 874 | 292 314 | 347 059 | 336 395 | 336 842 | 322 121 |
| total fina elf | 286 386 | 342 057 | 341 170 | 446 916 | 440 052 | 509 857 | 494 191 | 569 231 | 544 354 |
| moyenne | 540 246 | 547 515 | 546 095 | 603 214 | 593 949 | 724 318 | 702 063 | 825 672 | 789 588 |

Rémunération des dirigeants des 43 entreprises du SBF 120 1997-2001.

En francs courants.

ni est le nombre de dirigeants l'année i.

tot i est la rémunération totale des dirigeants l'année i.

moyi est la rémunération moyenne des dirigeants l'année i.

| société | 1997 | | | 1998 | | | 1999 | | | 2000 | | | 2001 | | |
|----------------------------|------|-------------|------------|------|-------------|------------|------|-------------|------------|------|-------------|------------|------|-------------|------------|
| | n97 | tot97 | moy97 | n98 | tot98 | moy98 | n99 | tot99 | moy99 | n00 | tot00 | moy00 | n01 | tot01 | moy01 |
| accor | 12 | 23 765 849 | 1 980 487 | 12 | 25 489 660 | 2 124 138 | 12 | 30 588 915 | 2 549 076 | 12 | 38 788 090 | 3 232 341 | | | |
| alcatel | | | | 12 | 46 638 543 | 3 886 545 | 11 | 46 441 756 | 4 221 978 | 11 | 53 132 517 | 4 830 229 | 11 | 56 412 302 | 5 128 391 |
| agf | 7 | 14 778 000 | 2 111 143 | 8 | 23 567 000 | 2 945 875 | 8 | 18 287 000 | 2 285 875 | 8 | 24 624 626 | 3 078 078 | | | |
| aventis | | 41 933 000 | | 10 | 50 547 000 | 5 054 700 | 9 | 56 656 000 | 6 295 111 | 8 | 83 499 653 | 10 437 457 | 8 | 84 337 513 | 10 542 189 |
| axa | 16 | 229 498 807 | 14 343 675 | 22 | 264 496 860 | 12 022 585 | 21 | 268 008 779 | 12 762 323 | 20 | 237 864 800 | 11 893 240 | 18 | 209 906 240 | 11 661 458 |
| bnp-paribas | 21 | 35 800 000 | 1 704 762 | 21 | 44 800 000 | 2 133 333 | 23 | 53 132 517 | 2 310 109 | 12 | 73 270 397 | 6 105 866 | 12 | 72 773 719 | 6 064 477 |
| bouygues | | | | 14 | 49 000 000 | 3 500 000 | 14 | 57 900 000 | 4 135 714 | 14 | 53 700 000 | 3 835 714 | | | |
| carrefour | | | | 9 | 21 432 608 | 2 381 401 | 9 | 28 021 899 | 3 113 544 | 9 | 40 310 663 | 4 478 963 | | | |
| casino | 11 | 29 000 000 | 2 636 364 | 13 | 15 000 000 | 1 153 846 | 13 | 13 000 000 | 1 000 000 | 18 | 16 000 000 | 888 889 | 18 | 14 431 054 | 801 725 |
| saint gobain | 21 | 81 300 000 | 3 871 429 | 19 | 72 400 000 | 3 810 526 | 19 | 76 746 969 | 4 039 314 | 20 | 82 650 582 | 4 132 529 | 19 | 84 618 453 | 4 453 603 |
| credit lyonnais | | | | | | | 5 | 13 000 000 | 2 600 000 | 5 | 15 532 400 | 3 106 480 | 5 | 17 640 114 | 3 528 023 |
| dexia | | | | | | | 6 | 25 254 345 | 4 209 058 | 6 | 27 812 577 | 4 635 430 | 7 | 37 192 762 | 5 313 252 |
| france telecom | 16 | 14 000 000 | 875 000 | 12 | 16 600 000 | 1 383 333 | 9 | 18 900 000 | 2 100 000 | 17 | 26 238 280 | 1 543 428 | 11 | 34 568 934 | 3 142 630 |
| groupe danone | 9 | 29 000 000 | 3 222 222 | 9 | 38 045 506 | 4 227 278 | 9 | 48 540 818 | 5 393 424 | 11 | 53 788 474 | 4 889 861 | 10 | 65 595 700 | 6 559 570 |
| l'air liquide | 10 | 36 077 635 | 3 607 764 | 10 | 38 701 463 | 3 870 146 | 10 | 38 701 463 | 3 870 146 | 12 | 47 700 000 | 3 975 000 | 11 | 41 700 000 | 3 790 909 |
| l'oreal | 10 | 35 529 000 | 3 552 900 | 10 | 65 100 000 | 6 510 000 | 9 | 66 400 000 | 7 377 778 | 10 | 76 091 012 | 7 609 101 | 10 | 89 866 109 | 8 986 611 |
| lafarge | 11 | 25 500 000 | 2 318 182 | 15 | 40 200 000 | 2 680 000 | 16 | 53 000 000 | 3 312 500 | 16 | 53 000 000 | 3 312 500 | 14 | 56 589 410 | 4 042 101 |
| lvmh | 19 | 106 000 000 | 5 578 947 | 20 | 113 000 000 | 5 650 000 | 19 | 150 870 000 | 7 940 526 | 18 | 177 108 390 | 9 839 355 | 20 | 236 144 520 | 11 807 226 |
| peugeot | | | | | | | 13 | 32 699 456 | 2 515 343 | 13 | 41 141 623 | 3 164 740 | 13 | 44 113 108 | 3 393 316 |
| ppr | 5 | 17 400 000 | 3 480 000 | 7 | 20 200 000 | 2 885 714 | 7 | 26 600 000 | 3 800 000 | 5 | 28 000 000 | 5 600 000 | 5 | 26 236 961 | 5 247 392 |
| renault | 7 | 16 882 373 | 2 411 768 | 7 | 20 541 816 | 2 934 545 | 7 | 21 282 875 | 3 040 411 | | | | | | |
| sanofi synthelabo | | | | | | | 21 | 62 971 872 | 2 998 661 | 13 | 36 667 996 | 2 820 615 | 12 | 40 603 738 | 3 383 645 |
| schneider | 22 | 68 800 000 | 3 127 273 | 20 | 58 000 000 | 2 900 000 | 10 | 27 500 000 | 2 750 000 | 11 | 55 100 388 | 5 009 126 | 9 | 52 476 560 | 5 830 729 |
| société générale | | | | | | | 10 | 39 095 037 | 3 909 504 | 9 | 49 275 490 | 5 475 054 | 9 | 62 906 276 | 6 989 586 |
| st microelectronics | | | | 18 | 43 950 000 | 2 441 667 | 18 | 52 105 000 | 2 894 722 | 18 | 62 031 000 | 3 446 167 | 20 | 63 684 000 | 3 184 200 |
| suez | | | | | | | 9 | 43 293 162 | 4 810 351 | 9 | 53 132 517 | 5 903 613 | 12 | 67 563 571 | 5 630 298 |
| tf1 | | | | | | | 15 | 54 503 162 | 3 633 544 | 10 | 41 693 034 | 4 169 303 | 10 | 45 605 437 | 4 560 544 |
| thomson multimedia | | | | 11 | 25 000 000 | 2 272 727 | 19 | 37 000 000 | 1 947 368 | 17 | 38 701 463 | 2 276 557 | 19 | 41 981 248 | 2 209 539 |
| total fina elf | 14 | 26 300 000 | 1 878 571 | 16 | 35 900 000 | 2 243 750 | 19 | 55 700 000 | 2 931 579 | 27 | 90 300 000 | 3 344 444 | 26 | 97 081 636 | 3 733 909 |
| air france | | | | 13 | 16 800 000 | 1 292 308 | 16 | 16 600 000 | 1 037 500 | 15 | 17 800 000 | 1 186 667 | 15 | 20 990 624 | 1 399 375 |
| atos origin | | | | 8 | 11 900 000 | 1 487 500 | 7 | 14 890 224 | 2 127 175 | | | | 6 | 20 787 717 | 3 464 620 |
| bouyg offshore | 11 | 15 087 011 | 1 371 546 | 11 | 15 087 011 | 1 371 546 | 12 | 17 710 839 | 1 475 903 | 11 | 15 742 968 | 1 431 179 | 12 | 19 022 753 | 1 585 229 |
| ciments français | | | | 6 | 13 148 000 | 2 191 333 | 6 | 13 554 000 | 2 259 000 | 7 | 13 983 000 | 1 997 571 | 7 | 11 807 226 | 1 686 747 |
| cnp | 4 | 5 504 236 | 1 376 059 | 4 | 5 785 160 | 1 446 290 | 4 | 6 096 896 | 1 524 224 | 4 | 7 295 164 | 1 823 791 | 4 | 7 375 049 | 1 843 762 |
| havas | 23 | 28 322 000 | 1 231 391 | 23 | 30 495 441 | 1 325 889 | 21 | 35 297 046 | 1 680 812 | 22 | 64 094 569 | 2 913 390 | 21 | 75 750 242 | 3 607 154 |
| imerys | | | | 7 | 14 200 000 | 2 028 571 | 6 | 16 254 614 | 2 709 102 | 6 | 16 825 297 | 2 804 216 | 5 | 15 605 217 | 3 121 043 |
| carbone lorraine | | | | 7 | 9 038 000 | 1 291 143 | 7 | 8 829 181 | 1 261 312 | 7 | 9 302 585 | 1 328 941 | 5 | 9 072 613 | 1 814 523 |
| natexis banques populaires | 5 | 9 308 747 | 1 861 749 | 3 | 5 110 464 | 1 703 488 | 2 | 4 870 710 | 2 435 355 | 2 | 4 403 899 | 2 201 950 | 2 | 5 018 071 | 2 509 036 |
| pechiney | 7 | 18 366 796 | 2 623 828 | 6 | 19 678 710 | 3 279 785 | 5 | 15 808 563 | 3 161 713 | 5 | 17 907 626 | 3 581 525 | 6 | 17 186 073 | 2 864 346 |
| pernod ricard | 11 | 18 116 292 | 1 646 936 | 10 | 22 721 913 | 2 272 191 | 12 | 20 210 958 | 1 684 247 | 12 | 19 455 734 | 1 621 311 | 12 | 24 532 064 | 2 044 339 |
| rhodia | | | | 20 | 21 782 000 | 1 089 100 | 25 | 29 190 087 | 1 167 603 | 22 | 39 938 080 | 1 815 367 | 25 | 52 754 843 | 2 110 194 |
| scor | | | | 5 | 16 240 800 | 3 248 160 | 6 | 16 525 525 | 2 754 254 | 6 | 17 637 372 | 2 939 562 | 6 | 13 778 515 | 2 296 419 |
| simco | | | | 2 | 2 985 000 | 1 492 500 | 2 | 3 513 000 | 1 756 500 | 2 | 3 345 000 | 1 672 500 | 2 | 4 579 485 | 2 289 743 |
| effectif et moyenne | 23 | | 3 036 909 | 35 | | 2 903 664 | 41 | | 3 297 271 | 39 | | 3 911 026 | 36 | | 4 279 522 |
| en francs constants | | | 3 036 909 | | | 2 896 134 | | | 3 246 624 | | | 3 790 856 | | | 4 092 495 |

En euros courants et constants de 1997.

moyi est la rémunération moyenne des dirigeants l'année i en euros courants.

moyicons est la rémunération moyenne des dirigeants l'année i en euros constants de 1997.

| | 1997 | 1998 | | 1999 | | 2000 | | 2001 | |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| société | moy97 | moy98 | moy98cons | moy99 | moy99cons | moy00 | moy00cons | moy01 | moy01cons |
| accor | 301 923 | 323 823 | 322 983 | 388 604 | 382 635 | 492 767 | 477 626 | | |
| alcatel | | 592 500 | 590 963 | 643 636 | 633 750 | 736 364 | 713 738 | 781 818 | 747 651 |
| agf | 321 842 | 449 096 | 447 931 | 348 479 | 343 127 | 469 250 | 454 832 | | |
| aventis | | 770 584 | 768 586 | 959 684 | 944 942 | 1 591 180 | 1 542 289 | 1 607 146 | 1 536 910 |
| axa | 2 186 679 | 1 832 831 | 1 828 078 | 1 945 604 | 1 915 718 | 1 813 113 | 1 757 403 | 1 777 778 | 1 700 084 |
| bnp-paribas | 259 889 | 325 225 | 324 381 | 352 174 | 346 764 | 930 833 | 902 233 | 924 523 | 884 119 |
| bouygues | | 533 572 | 532 188 | 630 486 | 620 801 | 584 751 | 566 784 | | |
| carrefour | | 363 042 | 362 101 | 474 657 | 467 366 | 682 813 | 661 833 | | |
| casino | 401 911 | 175 903 | 175 447 | 152 449 | 150 107 | 135 510 | 131 347 | 122 222 | 116 881 |
| saint gobain | 590 195 | 580 911 | 579 405 | 615 789 | 606 331 | 630 000 | 610 643 | 678 947 | 649 275 |
| credit lyonnais | | | | 396 367 | 390 279 | 473 580 | 459 029 | 537 844 | 514 338 |
| dexia | | | | 641 667 | 631 810 | 706 667 | 684 954 | 810 000 | 774 601 |
| france telecom | 133 393 | 210 888 | 210 341 | 320 143 | 315 225 | 235 294 | 228 064 | 479 091 | 458 153 |
| groupe danone | 491 225 | 644 444 | 642 773 | 822 222 | 809 593 | 745 455 | 722 550 | 1 000 000 | 956 297 |
| l'air liquide | 550 000 | 590 000 | 588 470 | 590 000 | 580 937 | 605 985 | 587 365 | 577 920 | 552 664 |
| l'oreal | 541 636 | 992 443 | 989 869 | 1 124 735 | 1 107 459 | 1 160 000 | 1 124 358 | 1 370 000 | 1 310 127 |
| lafarge | 353 405 | 408 563 | 407 504 | 504 987 | 497 231 | 504 987 | 489 471 | 616 214 | 589 284 |
| lvmh | 850 505 | 861 337 | 859 103 | 1 210 525 | 1 191 931 | 1 500 000 | 1 453 911 | 1 800 000 | 1 721 335 |
| peugeot | | | | 383 462 | 377 571 | 482 462 | 467 637 | 517 308 | 494 700 |
| ppr | 530 523 | 439 924 | 438 783 | 579 306 | 570 408 | 853 714 | 827 483 | 799 960 | 764 999 |
| renault | 367 672 | 447 369 | 446 208 | 463 508 | 456 388 | | | | |
| sanofi synthelabo | | | | 457 143 | 450 121 | 430 000 | 416 788 | 515 833 | 493 290 |
| schneider electric | 476 750 | 442 102 | 440 956 | 419 235 | 412 795 | 763 636 | 740 173 | 888 889 | 850 042 |
| société générale | | | | 596 000 | 586 845 | 834 667 | 809 021 | 1 065 556 | 1 018 988 |
| st microelectronics | | 372 230 | 371 264 | 441 298 | 434 519 | 525 365 | 509 222 | 485 428 | 464 214 |
| suez | | | | 733 333 | 722 069 | 900 000 | 872 347 | 858 333 | 820 822 |
| tf1 | | | | 553 930 | 545 422 | 635 606 | 616 077 | 695 250 | 664 866 |
| thoms multimedia | | 346 475 | 345 577 | 296 874 | 292 314 | 347 059 | 336 395 | 336 842 | 322 121 |
| total fina elf | 286 386 | 342 057 | 341 170 | 446 916 | 440 052 | 509 857 | 494 191 | 569 231 | 544 354 |
| air France | | 197 011 | 196 500 | 158 166 | 155 736 | 180 906 | 175 348 | 213 333 | 204 010 |
| atos origin | | 226 768 | 226 180 | 324 286 | 319 305 | | | 528 178 | 505 095 |
| bouygues offshore | 209 091 | 209 091 | 208 549 | 225 000 | 221 544 | 218 182 | 211 478 | 241 667 | 231 105 |
| ciments français | | 334 067 | 333 200 | 344 382 | 339 092 | 304 528 | 295 171 | 257 143 | 245 905 |
| cnp | 209 779 | 220 485 | 219 914 | 232 366 | 228 797 | 278 035 | 269 492 | 281 080 | 268 796 |
| havas | 187 724 | 202 130 | 201 606 | 256 238 | 252 302 | 444 143 | 430 497 | 549 907 | 525 875 |
| imerys | | 309 254 | 308 452 | 413 000 | 406 656 | 427 500 | 414 365 | 475 800 | 455 006 |
| carbone lorraine | | 196 833 | 196 323 | 192 286 | 189 332 | 202 596 | 196 371 | 276 622 | 264 533 |
| natexis banques populaires | 283 822 | 259 695 | 259 022 | 371 267 | 365 565 | 335 685 | 325 371 | 382 500 | 365 784 |
| pechiney | 400 000 | 500 000 | 498 703 | 482 000 | 474 596 | 546 000 | 529 224 | 436 667 | 417 583 |
| pernod ricard | 251 074 | 346 393 | 345 495 | 256 762 | 252 818 | 247 167 | 239 573 | 311 657 | 298 037 |
| rhodia | | 166 032 | 165 602 | 178 000 | 175 266 | 276 751 | 268 248 | 321 697 | 307 638 |
| scor | | 495 179 | 493 895 | 419 883 | 413 434 | 448 133 | 434 364 | 350 087 | 334 787 |
| simco | | 227 530 | 226 940 | 267 777 | 263 664 | 254 971 | 247 137 | 349 069 | 333 814 |
| moyenne | 462 974 | 442 661 | 441 513 | 502 666 | 494 945 | 596 232 | 577 912 | 652 409 | 623 897 |

Annexe 4 : base de données

REMUNERATION est la rémunération moyenne des dirigeants.

RESULTAT est le résultat net, part du groupe s'il s'agit d'un groupe.

CHIFFRE est le chiffre d'affaires.

COURSDER est le dernier cours de l'année, COURSBAS le plus bas cours de l'année, COURSHAUT le plus haut cours de l'année.

RNPA est le résultat net par action.

DIVIDENDE est le dividende net par action.

| SOCIETE | ANNEE | REMUNERATION | RESULTAT | CHIFFRE | NB SALARIES | COURSDER | COURSBAS | COURSHAUT | RNPA | DIVIDENDE |
|-----------------|-------|--------------|---------------|----------------|-------------|----------|----------|-----------|------|-----------|
| ACCOR | 1997 | 301 923 | 230 000 000 | 4 781 000 000 | 121 396 | 34,12 | 19,24 | 36,38 | 1,29 | 0,70 |
| ACCOR | 1998 | 323 823 | 297 000 000 | 5 554 000 000 | 126 908 | 36,90 | 27,48 | 54,42 | 1,65 | 0,80 |
| ACCOR | 1999 | 388 604 | 352 000 000 | 6 044 000 000 | 128 850 | 47,97 | 34,40 | 50,36 | 1,94 | 0,90 |
| ACCOR | 2000 | 492 767 | 447 000 000 | 6 946 000 000 | 145 347 | 45,00 | 35,39 | 51,00 | 2,28 | 1,00 |
| ALCATEL | 1998 | 592 500 | 2 340 000 000 | 21 259 000 000 | 118 272 | 104,30 | 75,20 | 217,20 | 2,77 | 0,40 |
| ALCATEL | 1999 | 643 636 | 644 000 000 | 23 023 000 000 | 115 712 | 228,00 | 91,50 | 232,50 | 0,70 | 0,44 |
| ALCATEL | 2000 | 736 364 | 1 324 000 000 | 31 408 000 000 | 131 598 | 19,20 | 11,34 | 72,35 | 1,25 | 0,48 |
| ALCATEL | 2001 | 781 818 | 4 963 000 000 | 25 353 000 000 | 99 314 | 60,50 | 39,24 | 97,15 | 4,33 | 0,16 |
| AGF | 1997 | 321 842 | | | 30 722 | | 24,56 | 51,41 | | 0,76 |
| AGF | 1998 | 449 096 | 286 000 000 | 9 256 000 000 | 30 132 | | 42,40 | 60,20 | 1,47 | 1,14 |
| AGF | 1999 | 348 479 | 249 000 000 | 9 100 000 000 | 27 154 | | 46,00 | 58,00 | 1,27 | 1,62 |
| AGF | 2000 | 469 250 | 845 000 000 | | 34 410 | | 49,10 | 74,00 | | 2,00 |
| AVENTIS | 1998 | 770 584 | 644 000 000 | 13 232 000 000 | 65 180 | 43,84 | 29,99 | 53,85 | 1,75 | 0,61 |
| AVENTIS | 1999 | 959 684 | 970 000 000 | 12 598 000 000 | 107 293 | 57,70 | 39,21 | 68,60 | 2,49 | 0,45 |
| AVENTIS | 2000 | 1 591 180 | 147 000 000 | 22 304 000 000 | 102 489 | 93,50 | 47,28 | 95,40 | 0,19 | 0,50 |
| AVENTIS | 2001 | 1 607 146 | 1 505 000 000 | 22 941 000 000 | 91 729 | 79,75 | 65,20 | 94,75 | 1,91 | 0,58 |
| AXA | 1997 | 2 186 679 | 1 207 000 000 | 55 587 000 000 | | 71,00 | 49,70 | 71,73 | 0,93 | 0,34 |
| AXA | 1998 | 1 832 831 | 1 531 000 000 | 56 697 000 000 | | 123,50 | 65,90 | 126,50 | 1,13 | 0,43 |
| AXA | 1999 | 1 945 604 | 2 021 000 000 | 66 528 000 000 | 92 007 | 138,40 | 100,30 | 143,00 | 1,43 | 0,50 |
| AXA | 2000 | 1 813 113 | 3 904 000 000 | 79 971 000 000 | 90 357 | 154,00 | 121,50 | 178,50 | 2,57 | 2,20 |
| AXA | 2001 | 1 777 778 | 520 000 000 | 74 832 000 000 | 90 151 | | | | 0,30 | 0,56 |
| BNP PARIBAS | 1997 | 259 889 | 909 000 000 | 6 918 000 000 | 52 702 | 24,39 | 14,93 | 26,68 | 2,16 | 1,07 |
| BNP PARIBAS | 1998 | 325 225 | 1 114 000 000 | 7 575 000 000 | 56 056 | 35,08 | 20,06 | 43,68 | 2,58 | 1,50 |
| BNP PARIBAS | 1999 | 352 174 | 1 484 000 000 | 10 206 000 000 | 77 472 | 45,80 | 33,13 | 46,73 | 2,79 | 1,75 |
| BNP PARIBAS | 2000 | 930 833 | 4 124 000 000 | 16 263 000 000 | 80 464 | 46,75 | 37,78 | 54,75 | 4,70 | 2,25 |
| BNP PARIBAS | 2001 | 924 523 | 4 018 000 000 | 17 450 000 000 | 85 194 | 50,25 | 37,95 | 52,55 | 4,64 | 1,20 |
| BOUYGUES | 1998 | 533 572 | 81 000 000 | 14 789 000 000 | 103 350 | 17,56 | 10,38 | 19,15 | 0,23 | 0,26 |
| BOUYGUES | 1999 | 630 486 | 62 000 000 | 15 857 000 000 | 111 352 | 63,70 | 17,53 | 67,50 | 1,31 | 0,26 |
| BOUYGUES | 2000 | 584 751 | 421 000 000 | 19 060 000 000 | 118 892 | 49,00 | 45,60 | 97,90 | 1,03 | 0,36 |
| CARREFOUR | 1998 | 363 042 | 647 000 000 | 27 409 000 000 | 144 142 | 53,60 | 35,90 | 55,20 | | 0,41 |
| CARREFOUR | 1999 | 474 657 | 755 200 000 | 37 364 300 000 | 272 160 | 91,60 | 46,20 | 96,60 | | 0,45 |
| CARREFOUR | 2000 | 682 813 | 1 065 800 000 | 64 802 000 000 | 330 247 | 66,90 | 62,50 | 91,80 | | 0,50 |
| CASINO | 1997 | 401 911 | 169 830 000 | 11 625 300 000 | 58 626 | 51,07 | 35,83 | 55,80 | 2,10 | 1,19 |
| CASINO | 1998 | 175 903 | 215 410 000 | 14 155 500 000 | 70 782 | 88,73 | 50,48 | 90,55 | 2,41 | 1,27 |
| CASINO | 1999 | 152 449 | 262 000 000 | 15 632 800 000 | 82 548 | 113,70 | 78,15 | 129,70 | 2,83 | 1,27 |
| CASINO | 2000 | 135 510 | 315 000 000 | 19 072 700 000 | 101 061 | 107,40 | 88,00 | 117,90 | 3,16 | 1,33 |
| CASINO | 2001 | 122 222 | 379 000 000 | 21 983 800 000 | 106 736 | 86,65 | 74,60 | 113,00 | 3,46 | 1,54 |
| SAINT GOBAIN | 1997 | 590 195 | 858 000 000 | 16 324 000 000 | 107 968 | 130,34 | 109,46 | 144,67 | | 2,82 |
| SAINT GOBAIN | 1998 | 580 911 | 1 097 000 000 | 17 821 000 000 | 117 287 | 120,28 | 99,70 | 182,48 | | 3,20 |
| SAINT GOBAIN | 1999 | 615 789 | 1 226 000 000 | 22 952 000 000 | 164 698 | 186,70 | 103,10 | 189,90 | | 3,60 |
| SAINT GOBAIN | 2000 | 630 000 | 1 517 000 000 | 28 815 000 000 | 171 125 | 167,30 | 116,50 | 195,70 | | 4,30 |
| SAINT GOBAIN | 2001 | 678 947 | 1 134 000 000 | 30 390 000 000 | 173 329 | 169,50 | 128,20 | 180,00 | | 4,50 |
| CREDIT LYONNAIS | 1999 | 396 367 | 553 000 000 | 6 151 000 000 | 40 550 | 45,40 | 25,75 | 54,00 | 1,69 | 0,50 |
| CREDIT LYONNAIS | 2000 | 475 580 | 701 000 000 | 6 702 000 000 | 40 341 | 37,20 | 34,99 | 49,80 | 2,06 | 0,65 |
| CREDIT LYONNAIS | 2001 | 537 844 | 812 000 000 | 6 726 000 000 | 41 349 | 37,50 | 34,05 | 45,75 | 2,38 | 0,75 |
| DEXIA | 1999 | 641 667 | 761 000 000 | 3 143 000 000 | 15 045 | 164,20 | 110,10 | 166,90 | 0,98 | 0,29 |
| DEXIA | 2000 | 706 667 | 1 001 000 000 | 3 735 000 000 | 17 112 | 193,50 | 128,40 | 195,90 | 1,15 | 0,32 |
| DEXIA | 2001 | 810 000 | 1 426 000 000 | 5 665 000 000 | 25 838 | 16,20 | 13,12 | 19,55 | 1,25 | 0,36 |
| FRANCE TELECOM | 1997 | 133 393 | 2 266 000 000 | 23 420 000 000 | 165 047 | | 28,51 | 33,68 | 2,27 | 0,99 |
| FRANCE TELECOM | 1998 | 210 888 | 2 300 000 000 | 24 678 000 000 | 169 099 | | 32,87 | 76,00 | 2,30 | 1,00 |
| FRANCE TELECOM | 1999 | 320 143 | 2 768 000 000 | 27 233 000 000 | 174 262 | | 62,60 | 132,80 | 2,70 | 1,00 |
| FRANCE TELECOM | 2000 | 235 294 | 3 660 000 000 | 33 674 000 000 | 203 370 | | 90,60 | 219,00 | 3,44 | 1,00 |
| FRANCE TELECOM | 2001 | 479 091 | 8 280 000 000 | 43 026 000 000 | 211 554 | | 27,00 | 101,60 | 7,51 | 1,00 |
| GROUPE DANONE | 1997 | 491 225 | 559 000 000 | 13 488 000 000 | 80 631 | | 108,54 | 171,96 | 3,94 | 1,41 |
| GROUPE DANONE | 1998 | 644 444 | 598 000 000 | 12 935 000 000 | 78 945 | | 136,72 | 287,37 | 4,24 | 1,50 |
| GROUPE DANONE | 1999 | 822 222 | 682 000 000 | 13 293 000 000 | 75 965 | | 102,90 | 137,60 | 4,88 | 1,75 |
| GROUPE DANONE | 2000 | 745 555 | 721 000 000 | 14 287 000 000 | 86 657 | | 90,20 | 173,00 | 5,13 | 1,90 |
| GROUPE DANONE | 2001 | 1 000 000 | 132 000 000 | 14 470 000 000 | 100 560 | | 124,90 | 163,30 | 0,95 | 2,06 |
| L'AIR LIQUIDE | 1997 | 550 000 | 471 100 000 | 5 851 300 000 | 27 600 | 116,05 | 96,33 | 126,14 | 5,18 | 2,38 |
| L'AIR LIQUIDE | 1998 | 590 000 | 515 600 000 | 6 087 600 000 | 28 600 | 142,05 | 104,47 | 152,50 | 5,67 | 2,40 |
| L'AIR LIQUIDE | 1999 | 590 000 | 562 700 000 | 6 537 700 000 | 29 000 | 151,09 | 116,82 | 155,18 | 6,22 | 2,60 |
| L'AIR LIQUIDE | 2000 | 605 985 | 651 800 000 | 8 099 500 000 | 30 300 | 158,90 | 117,45 | 162,73 | 7,22 | 3,00 |
| L'AIR LIQUIDE | 2001 | 577 920 | 701 900 000 | 8 328 300 000 | 30 800 | 157,40 | 130,10 | 177,00 | 7,88 | 3,20 |
| L'OREAL | 1997 | 541 636 | 608 000 000 | 11 498 000 000 | 47 242 | 35,90 | 27,35 | 40,31 | | 0,24 |
| L'OREAL | 1998 | 992 443 | 680 000 000 | 9 588 000 000 | 49 665 | 61,59 | 32,29 | 61,59 | | 0,28 |
| L'OREAL | 1999 | 1 124 375 | 787 200 000 | 10 751 000 000 | 42 164 | 79,65 | 54,10 | 79,80 | | 0,34 |
| L'OREAL | 2000 | 1 160 000 | 969 400 000 | 12 671 000 000 | 48 222 | 91,30 | 60,35 | 95,30 | | 0,44 |
| L'OREAL | 2001 | 1 370 000 | 1 290 700 000 | 13 740 000 000 | 49 150 | 80,90 | 64 | 92,10 | | 0,54 |
| LAFARGE | 1997 | 353 405 | | | 37 097 | 60,20 | 43,94 | 65,30 | | 1,68 |
| LAFARGE | 1998 | 408 563 | 466 000 000 | 9 802 000 000 | 65 678 | 80,95 | 52,65 | 96,60 | 4,90 | 1,83 |
| LAFARGE | 1999 | 504 987 | 614 000 000 | 10 528 000 000 | 70 945 | 115,60 | 67,43 | 111,29 | 6,19 | 2,05 |
| LAFARGE | 2000 | 504 987 | 726 000 000 | 12 216 000 000 | 65 953 | 89,30 | 72,18 | 113,98 | 6,78 | 2,20 |
| LAFARGE | 2001 | 616 214 | 750 000 000 | 13 698 000 000 | 82 892 | 104,90 | 74 | 114,00 | 5,97 | 2,30 |
| LMVH | 1997 | 850 505 | 690 000 000 | 7 323 000 000 | 32 348 | 27,69 | 24,23 | 46,01 | 1,44 | 0,62 |
| LMVH | 1998 | 861 337 | 267 000 000 | 6 936 000 000 | 33 057 | 30,66 | 18,88 | 38,22 | 0,55 | 0,62 |
| LMVH | 1999 | 1 210 525 | 693 000 000 | 8 547 000 000 | 41 235 | 88,94 | 30,86 | 91,48 | 1,43 | 0,68 |
| LMVH | 2000 | 1 500 000 | 722 000 000 | 11 581 000 000 | 51 127 | 70,50 | 66,50 | 98,70 | 1,49 | 0,75 |
| LMVH | 2001 | 1 800 000 | 10 000 000 | 12 229 000 000 | 53 795 | 45,70 | 28,40 | 75,50 | 0,02 | 0,75 |
| PEUGEOT | 1999 | 383 462 | 729 000 000 | 36 740 000 000 | 165 800 | 37,57 | 17,00 | 37,57 | 2,56 | 0,45 |
| PEUGEOT | 2000 | 482 462 | 1 312 000 000 | 42 978 000 000 | 172 400 | 40,38 | 31,00 | 39,00 | 5,02 | 0,83 |
| PEUGEOT | 2001 | 517 308 | 1 691 000 000 | 50 288 000 000 | 192 500 | 47,75 | 33,00 | 56,00 | 6,42 | 1,15 |

| SOCIETE | ANNEE | REMUNERATION | RESULTAT | CHIFFRE | NB SALARIES | COURS DER | COURS BAS | COURS HAUT | RNPA | DIVIDENDE |
|----------------------------|-------|--------------|----------------|-----------------|-------------|-----------|-----------|------------|-------|-----------|
| PPR | 1997 | 530 523 | 435 000 000 | 13 595 000 000 | 64 135 | | | | 3,89 | 1,19 |
| PPR | 1998 | 439 924 | 508 000 000 | 16 515 000 000 | 81 073 | | | | 4,33 | 1,44 |
| PPR | 1999 | 579 306 | 628 500 000 | 19 529 300 000 | 89 178 | 262,00 | 134,40 | 264,80 | 5,32 | 1,78 |
| PPR | 2000 | 853 714 | 767 000 000 | 24 761 200 000 | 110 862 | 228,90 | 185,20 | 268,00 | 6,46 | 2,18 |
| PPR | 2001 | 799 960 | 752 700 000 | 27 789 500 000 | 115 935 | 114,60 | 97,10 | 235,30 | 6,32 | 2,30 |
| RENAULT | 1997 | 367 672 | 829 000 000 | 31 696 000 000 | 141 315 | | 16,17 | 28,63 | 3,47 | 0,53 |
| RENAULT | 1998 | 447 369 | 1 337 000 000 | 37 187 000 000 | 138 321 | 38,26 | 25,61 | 60,96 | 5,64 | 0,76 |
| RENAULT | 1999 | 463 508 | 540 000 000 | 37 592 000 000 | 159 608 | 47,86 | 30,53 | 55,00 | 2,23 | 0,76 |
| SANOFI SYNTHELABO | 1999 | 457 143 | 625 000 000 | 5 350 000 000 | 29 312 | 41,34 | 34,72 | 46,35 | 0,85 | 0,32 |
| SANOFI SYNTHELABO | 2000 | 430 000 | 985 000 000 | 5 963 000 000 | 29 200 | 71,00 | 34,70 | 71,00 | 1,31 | 0,44 |
| SANOFI SYNTHELABO | 2001 | 515 833 | 1 585 000 000 | 6 488 000 000 | 30 514 | 83,80 | 52,60 | 86,50 | 1,88 | 0,66 |
| SCHNEIDER ELECTRIC | 1997 | 476 750 | 335 200 000 | 7 225 800 000 | 71 882 | 49,82 | 35,67 | 59,15 | 2,30 | 0,99 |
| SCHNEIDER ELECTRIC | 1998 | 442 102 | 408 600 000 | 7 625 500 000 | 60 780 | 51,68 | 39,10 | 80,65 | 2,71 | 1,15 |
| SCHNEIDER ELECTRIC | 1999 | 419 235 | 481 000 000 | 8 378 300 000 | 67 510 | 77,95 | 44,40 | 78,00 | 3,23 | 1,34 |
| SCHNEIDER ELECTRIC | 2000 | 763 636 | 625 000 000 | 9 695 500 000 | 72 144 | 77,70 | 57,35 | 85,80 | 4,18 | 1,60 |
| SCHNEIDER ELECTRIC | 2001 | 888 889 | 986 400 000 | 9 828 200 000 | 71 882 | 54,00 | 38,10 | 79,20 | 5,37 | 1,30 |
| SOCIETE GENERALE | 1999 | 596 000 | 2 322 000 000 | 11 409 000 000 | 66 020 | 62,90 | 32,50 | 58,50 | 4,90 | 1,55 |
| SOCIETE GENERALE | 2000 | 834 667 | 2 698 000 000 | 13 799 000 000 | 71 149 | 66,20 | 48,20 | 70,10 | 6,78 | 2,10 |
| SOCIETE GENERALE | 2001 | 1 065 556 | 2 154 000 000 | 13 874 000 000 | 86 574 | 57,80 | 45,90 | 74,60 | 5,35 | 2,10 |
| ST MICROELECTRONICS | 1998 | 372 230 | 2 409 169 000 | 24 891 824 000 | 29 182 | | 15,47 | 42,15 | 8,56 | 0,16 |
| ST MICROELECTRONICS | 1999 | 441 298 | 3 354 655 000 | 30 994 972 000 | 34 500 | | 11,55 | 50,93 | 3,92 | 0,18 |
| ST MICROELECTRONICS | 2000 | 525 365 | 10 353 494 000 | 55 708 138 000 | 43 650 | | 41,27 | 74,33 | 11,69 | 0,29 |
| ST MICROELECTRONICS | 2001 | 485 428 | 1 881 730 000 | 46 532 479 000 | 40 300 | | 18,88 | 51,30 | 2,12 | 0,29 |
| SUEZ | 1999 | 733 333 | 1 452 500 000 | 31 461 900 000 | 222 400 | 31,80 | 29,10 | 39,30 | 1,89 | 0,60 |
| SUEZ | 2000 | 900 000 | 1 919 400 000 | 34 617 000 000 | 173 200 | 38,90 | 27,36 | 40,60 | 2,01 | 0,66 |
| SUEZ | 2001 | 858 333 | 2 086 700 000 | 42 359 200 000 | 188 050 | 34,00 | 22,46 | 39,00 | 2,12 | 0,71 |
| TF1 | 1999 | 553 930 | 160 332 000 | 1 854 600 000 | 2 249 | 52,00 | 14,80 | 54,90 | 0,75 | 0,46 |
| TF1 | 2000 | 635 606 | 250 265 000 | 2 270 253 000 | 2 597 | 57,50 | 45,90 | 94,20 | 1,19 | 0,65 |
| TF1 | 2001 | 695 250 | 210 289 000 | 2 325 122 000 | 2 902 | 28,40 | 19,10 | 63,10 | 1,00 | 0,65 |
| THOMSON MUTLIMEDIA | 1998 | 346 475 | 16 000 000 | 5 629 000 000 | 45 634 | | | | 0,11 | 0,00 |
| THOMSON MUTLIMEDIA | 1999 | 296 874 | 231 000 000 | 6 690 000 000 | 55 633 | | | | 1,17 | 0,00 |
| THOMSON MUTLIMEDIA | 2000 | 347 059 | 394 000 000 | 9 094 000 000 | 61 592 | | 21,75 | 81,33 | 1,56 | 0,00 |
| THOMSON MUTLIMEDIA | 2001 | 336 842 | 286 000 000 | 10 494 000 000 | 64 328 | | 19,80 | 58,90 | 1,04 | 0,00 |
| TOTAL FINA ELF | 1997 | 286 386 | 1 160 000 000 | 29 131 000 000 | 54 391 | 99,85 | 62,05 | 108,70 | 4,73 | 1,98 |
| TOTAL FINA ELF | 1998 | 342 057 | 886 000 000 | 24 333 000 000 | 57 166 | 86,29 | 82,93 | 123,48 | 3,61 | 2,00 |
| TOTAL FINA ELF | 1999 | 446 916 | 1 520 000 000 | 42 178 000 000 | 74 437 | 132,50 | 85,95 | 141,00 | 4,32 | 2,35 |
| TOTAL FINA ELF | 2000 | 509 857 | 6 904 000 000 | 114 557 000 000 | 123 303 | 158,40 | 118,50 | 189,00 | 9,76 | 3,30 |
| TOTAL FINA ELF | 2001 | 569 231 | 7 658 000 000 | 105 318 000 000 | 122 025 | 160,40 | 126,00 | 179,80 | 11,05 | 3,80 |
| AIR FRANCE | 1997 | 197 011 | 286 000 000 | 9 256 000 000 | 54 325 | | 13,96 | 30,83 | 1,44 | 0,00 |
| AIR France | 1998 | 158 166 | 249 000 000 | 9 100 000 000 | 55 199 | | 15,00 | 19,70 | 1,27 | 0,00 |
| AIR France | 1999 | 180 906 | 354 000 000 | 10 324 000 000 | | | 14,94 | 25,05 | 1,75 | 0,14 |
| AIR France | 2000 | 213 333 | 421 000 000 | 12 280 000 000 | 64 717 | | | | 1,93 | 0,22 |
| ATOS ORIGIN | 1998 | 226 768 | 39 500 000 | 7 200 000 | 9 453 | | 53,40 | 125,80 | | |
| ATOS ORIGIN | 1999 | 324 286 | 47 500 000 | 1 083 400 000 | 10 890 | | 68,20 | 166,00 | 2,24 | |
| ATOS ORIGIN | 2001 | 528 178 | 123 000 000 | 3 037 600 000 | 26 278 | | 56,20 | 112,70 | 2,81 | |
| BOUYGUES OFFSHORE | 1997 | 209 091 | 37 600 000 | 759 600 000 | 4 854 | | 19,06 | 50,31 | 2,21 | 0,58 |
| BOUYGUES OFFSHORE | 1998 | 209 091 | 42 300 000 | 849 600 000 | 4 786 | | 17,00 | 47,29 | 2,50 | 0,90 |
| BOUYGUES OFFSHORE | 1999 | 225 000 | 52 100 000 | 983 700 000 | 5 332 | | 18,46 | 41,15 | 3,08 | 1,30 |
| BOUYGUES OFFSHORE | 2000 | 218 182 | 38 800 000 | 1 065 100 000 | 5 973 | | 36,50 | 66,90 | 2,29 | 1,10 |
| BOUYGUES OFFSHORE | 2001 | 241 667 | 46 100 000 | 1 028 200 000 | 6 652 | | 32,90 | 62,00 | 2,74 | 1,10 |
| CIMENTS FRANCAIS | 1998 | 334 067 | 137 000 000 | 2 086 000 000 | 9 169 | | 34,61 | 59,99 | 3,61 | 1,15 |
| CIMENTS FRANCAIS | 1999 | 344 382 | 177 300 000 | 2 370 900 000 | 12 864 | | 42,20 | 74,50 | 4,67 | 1,40 |
| CIMENTS FRANCAIS | 2000 | 304 528 | 177 600 000 | 2 643 000 000 | 12 375 | | 45,73 | 70,00 | 4,68 | 1,40 |
| CIMENTS FRANCAIS | 2001 | 257 143 | 180 500 000 | 2 798 500 000 | 12 332 | | 37,00 | 54,90 | 4,75 | 1,40 |
| CNP | 1997 | 209 779 | 249 600 000 | | 2 380 | | | | 2,00 | 0,49 |
| CNP | 1998 | 220 485 | 274 700 000 | | 2 472 | 25,30 | 22,70 | 29,00 | 2,00 | 0,64 |
| CNP | 1999 | 232 366 | 435 200 000 | | 2 533 | 39,50 | 24,00 | 36,00 | 3,18 | 0,88 |
| CNP | 2000 | 278 035 | 466 600 000 | | 2 638 | 42,69 | 23,60 | 43,00 | 3,40 | 1,08 |
| CNP | 2001 | 281 080 | 584 300 000 | | 2 735 | 35,70 | 29,60 | 44,87 | 4,26 | 1,39 |
| HAVAS | 1997 | 187 724 | 24 812 000 | 2 625 536 000 | 8 451 | 5,95 | 4,14 | 6,04 | | 0,11 |
| HAVAS | 1998 | 202 130 | 45 486 000 | 2 706 649 000 | 7 638 | 7,13 | 5,94 | 10,12 | | 0,13 |
| HAVAS | 1999 | 256 238 | 56 106 000 | 4 345 725 000 | 11 967 | 21,15 | 6,95 | 22,20 | 0,40 | 0,15 |
| HAVAS | 2000 | 444 143 | 89 224 000 | 5 670 331 000 | 21 054 | 15,40 | 14,70 | 36,50 | 0,49 | 0,17 |
| HAVAS | 2001 | 549 907 | 57 777 000 | 6 706 642 000 | 20 373 | 8,13 | 5,30 | 18,50 | -0,21 | 0,17 |
| IMERYS | 1998 | 309 254 | 106 165 000 | 1 869 316 000 | | 85,37 | 75,61 | 132,48 | | 2,82 |
| IMERYS | 1999 | 413 000 | 226 846 000 | 2 614 854 000 | | 148,00 | 85,70 | 161,80 | 14,14 | 3,20 |
| IMERYS | 2000 | 427 500 | 140 444 000 | 2 804 700 000 | | 121,00 | 101,60 | 156,70 | 8,78 | 3,60 |
| IMERYS | 2001 | 475 800 | 79 049 000 | 2 898 133 000 | | 107,80 | 84,05 | 127,00 | 4,97 | 3,70 |
| CARBONE LORRAINE | 1998 | 196 833 | 46 300 000 | 627 700 000 | 6 911 | | | | 4,30 | 0,88 |
| CARBONE LORRAINE | 1999 | 192 286 | 16 300 000 | 690 300 000 | 8 294 | 46,80 | 34,01 | 57,70 | 1,50 | 0,88 |
| CARBONE LORRAINE | 2000 | 202 596 | 41 200 000 | 876 100 000 | 7 806 | 53,00 | 36,20 | 55,95 | | 1,06 |
| CARBONE LORRAINE | 2001 | 276 622 | 8 100 000 | 803 700 000 | 7 605 | 30,00 | 24,15 | 52,45 | | 0,80 |
| NATEXIS BANQUES POPULAIRES | 1997 | 283 822 | 44 000 000 | 634 000 000 | 3 313 | | 43,91 | 68,91 | 2,95 | 1,52 |
| NATEXIS BANQUES POPULAIRES | 1998 | 259 695 | 51 000 000 | 716 000 000 | 3 173 | | 35,06 | 69,52 | 3,31 | 1,68 |
| NATEXIS BANQUES POPULAIRES | 1999 | 371 267 | 128 000 000 | 1 119 000 000 | 6 642 | | 47,50 | 52,90 | 5,35 | 2,20 |
| NATEXIS BANQUES POPULAIRES | 2000 | 335 685 | 250 000 000 | 1 826 000 000 | 7 239 | | 64,90 | 96,80 | 7,14 | 2,50 |
| NATEXIS BANQUES POPULAIRES | 2001 | 382 500 | 291 000 000 | 1 840 000 000 | 7 810 | | 86,00 | 102,20 | 6,73 | 2,50 |
| PECHINEY | 1997 | 400 000 | 277 000 000 | 10 633 000 000 | 33 960 | | | | 3,49 | 0,61 |
| PECHINEY | 1998 | 500 000 | 311 000 000 | 9 836 000 000 | 33 155 | | 32,32 | 93,39 | 3,80 | 0,80 |
| PECHINEY | 1999 | 482 000 | 260 000 000 | 9 507 000 000 | 29 967 | 70,95 | 26,70 | 71,00 | 3,17 | 0,81 |
| PECHINEY | 2000 | 546 000 | 314 000 000 | 10 679 000 000 | 31 272 | 48,69 | 37,90 | 81,00 | 3,90 | 1,00 |
| PECHINEY | 2001 | 436 667 | 233 000 000 | 11 054 000 000 | 34 495 | 57,90 | 30,04 | 68,65 | 2,92 | 1,00 |
| PERNOD RICARD | 1997 | 251 074 | 206 500 000 | 2 904 000 000 | 12 057 | 53,97 | 36,13 | 55,64 | 3,66 | 1,45 |
| PERNOD RICARD | 1998 | 346 393 | 202 200 000 | 3 137 700 000 | 12 995 | 55,34 | 49,85 | 70,89 | 3,58 | 1,50 |
| PERNOD RICARD | 1999 | 256 762 | 213 200 000 | 3 590 300 000 | 13 855 | 56,80 | 49,53 | 72,60 | 3,78 | 1,60 |
| PERNOD RICARD | 2000 | 247 167 | 195 000 000 | 4 382 000 000 | 20 679 | 73,50 | 43,33 | 74,50 | 3,46 | 1,60 |
| PERNOD RICARD | 2001 | 311 657 | 358 200 000 | 4 555 200 000 | 18 582 | 87,00 | 67,20 | 88,95 | 6,35 | 1,80 |
| RHODIA | 1998 | 166 032 | 116 000 000 | 5 537 000 000 | 24 499 | 12,96 | 9,88 | 28,16 | | 0,20 |
| RHODIA | 1999 | 178 000 | 227 000 000 | 5 526 000 000 | 24 806 | 22,44 | 10,35 | 22,90 | 1,30 | 0,40 |
| RHODIA | 2000 | 276 751 | 216 000 000 | 7 419 000 000 | 29 448 | 16,50 | 11,90 | 23,63 | 1,23 | 0,40 |
| RHODIA | 2001 | 321 697 | 213 000 000 | 7 279 000 000 | 26 925 | 8,98 | 5,01 | 17,00 | 1,19 | 0,12 |
| SCOR | 1998 | 495 179 | 148 000 000 | | 1 176 | 56,33 | 41,47 | 66,62 | | 1,70 |
| SCOR | 1999 | 419 883 | 89 000 000 | 2 741 000 000 | 1 150 | 43,80 | 41,55 | 58,90 | 2,70 | 1,70 |
| SCOR | 2000 | 448 133 | 77 000 000 | 3 377 000 000 | 1 196 | 55,30 | 40,05 | 60,00 | 2,44 | 1,70 |
| SCOR | 2001 | 350 087 | 365 000 000 | 4 024 000 000 | 1 345 | 35,41 | 24,47 | 58,20 | 10,74 | 0,30 |
| SIMCO | 1998 | 227 530 | 50 618 000 | 174 717 000 | 255 | 77,29 | 61,74 | 80,49 | | 2,36 |
| SIMCO | 1999 | 267 777 | 55 904 000 | 190 312 000 | 373 | 80,35 | 76,50 | 87,00 | | 2,47 |
| SIMCO | 2000 | 254 971 | 87 870 000 | 241 801 000 | 475 | 73,60 | 69,00 | 84,30 | | 2,60 |
| SIMCO | 2001 | 349 069 | 105 628 000 | 310 193 000 | 464 | 77,50 | 67,60 | 82,05 | | 2,80 |