

COMMENT INTEGRER LA VALEUR CREEE PAR LE DIRIGEANT DANS LA VALEUR CREEE PAR L'ENTREPRISE ?

Contribution à la connaissance de la valorisation du dirigeant.

Une application sur le marché français.

Synthèse de la Thèse en Sciences de Gestion soutenue le 14/12/04 par **Emmanuel ZENOU**.

(NB : les éléments de bibliographie cités en note font référence à la bibliographie du corps de la thèse, non reprise ici)

1. Problématique et objet de notre recherche

La valeur des dirigeants remise en question

La question de la détermination de la valeur du dirigeant a été fréquemment mise en lumière dans l'actualité économique. Ce questionnement est de moins en moins tabou, et la pression exercée sur les dirigeants à ce sujet les rend moins « intouchables » qu'auparavant, comme l'illustrent de nombreux débats récents. Cohen¹ souligne ainsi que « le pacte a été rompu » par les dirigeants, qui « ont voulu mettre en place un jeu où ils gagnaient à tous les coups ».

Ce mouvement important de *défiance* à l'égard des dirigeants de grandes sociétés, qui s'est développé dans les années récentes, ne doit pas être exagérément généralisé. Cependant, cette défiance a entraîné un renforcement du contrôle des dirigeants, qui se traduit par la publication de plusieurs codes de « bonnes pratiques » en matière de gouvernance d'entreprise, censés encadrer ou préciser ce que doit être la *bonne gestion* du dirigeant² (on peut compter un total de 121 codes de gouvernance au niveau mondial à fin mars 2004, et 35 dans l'Union Européenne à fin 2002³).

Or il est très difficile d'évaluer la *valeur* d'un dirigeant. A la crise de légitimité⁴, vient en effet s'ajouter la grande *complexité* de la tâche managériale du dirigeant, soulignée depuis longtemps dans la littérature en gestion, notamment par Barnard (1968), et Mintzberg (1973). Cette complexité rend difficile l'évaluation de la valeur du dirigeant : *par quels critères opératoires peut-on évaluer la valeur du dirigeant ?*

¹ E. Cohen, « Les grands patrons sont-ils trop payés ? », *Le Monde*, p.20, mai 2003.

² Pérez (2003, p. 23) définit même l'objet de la gouvernance par « le management du management », soulignant ainsi la focalisation de la gouvernance sur cette catégorie d'acteurs de l'organisation que sont les *dirigeants*.

³ Wirts (2004, p. 2).

⁴ « La difficile condition de cadre dirigeant », *L'Expansion Management Review*, n°113, juin 2004.

Comment analyser la contribution du dirigeant à la valeur créée par l'entreprise ?

La valeur du dirigeant existe *par la contribution du dirigeant à la valeur créée par l'entreprise*. Cette contribution est au cœur du rôle du dirigeant, par la définition même de sa fonction (Blair et Stout 2001). Pour comprendre l'évaluation de la valeur du dirigeant, il faut donc comprendre comment *relier* la création de valeur du dirigeant et la valeur créée par l'entreprise : comment transformer cette dernière en une valeur individualisable attribuée au dirigeant par les évaluateurs ?

*Nous proposons d'appeler **valorisation du dirigeant** le processus par lequel la valeur créée par l'entreprise est reliée à la valeur créée par le dirigeant aux yeux des évaluateurs.*

Notre problématique de recherche vise à analyser comment s'opère cette valorisation du dirigeant.

*Pour renseigner notre problématique, nous analyserons **les critères permettant d'opérer cette valorisation**.*

Dans cette perspective, nous associerons deux perspectives théoriques sur l'évaluation de la valeur du dirigeant. Ces deux approches sont liées à deux visions différentes du rôle du dirigeant.

La valorisation du dirigeant par sa valeur *disciplinaire*

Comme le rappelle Charreaux (1997, p.471), la vision traditionnelle de la place du dirigeant dans les théories de la gouvernance est une vision *conflictuelle*. Selon cette perspective « les dirigeants, mandataires des actionnaires, gèreraient en fonction de leurs seuls intérêts particuliers et au détriment de ceux des actionnaires ».

Au cœur du rôle des dirigeants dans la création de valeur se situe donc le « nœud de contrats » constituant l'entreprise dans la vision bien connue de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1976). Dès lors, le système de gouvernement d'entreprise sera défini comme l'ensemble des mécanismes organisationnels ayant pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants (Charreaux 1996).

Sous cet angle d'analyse, que Charreaux qualifie de *disciplinaire* (2002b, p. 2), on s'attache à comprendre *comment les mécanismes disciplinaires analysés par la théorie de l'agence agissent sur la création de valeur*. Les résultats de recherche obtenus sont « souvent ambigus et contradictoires »⁵, et, comme le soulignent Charreaux (2002b) et Wirtz (2004), ils

⁵ Charreaux et Desbrières (1997).

conduisent à une *représentation relativement pauvre du concept de la valeur*. Ce schéma traditionnel privilégie non pas l'étude de la *façon de créer de la valeur*, de *l'origine de la valeur ou des rentes organisationnelles*, mais la *façon d'éviter de gaspiller des ressources* en raison de dispositifs de contrôle sous-optimaux ou inadaptés.

Dans cette perspective, la *valorisation* du dirigeant est principalement issue d'outils de contrôle de l'action du dirigeant, permettant de le discipliner. Nous appellerons donc **valeur disciplinaire du dirigeant** la valeur du dirigeant résultant de la mise en place de ces outils.

Cette approche disciplinaire semble méfiante par nature sur la *spécificité* du dirigeant, par ses présupposés mêmes sur le comportement opportuniste du dirigeant⁶.

Dans cette approche de la création de valeur, l'enjeu de la gouvernance devient essentiellement une question de discipline, sans porter suffisamment d'attention aux possibilités précises qu'a le dirigeant pour *agir* sur la valeur : *comment et avec quoi crée-t-il de la valeur pour son entreprise ?*

La valorisation du dirigeant par sa valeur *spécifique*

A l'inverse de cette perspective disciplinaire, Donaldson et Davis soutiennent avec la *Stewardship Theory* que les dirigeants ont surtout besoin d'avoir « les mains libres » afin d'apporter dans leurs fonctions toute la motivation intrinsèque qu'ils ont naturellement⁷. Le gouvernement d'entreprise doit alors permettre au dirigeant d'exercer son autorité, ses responsabilités, et de recueillir par ce moyen la reconnaissance des autres parties prenantes, actionnaires notamment. Pour cette théorie, la perspective est donc davantage celle de savoir comment l'organisation va *aider le dirigeant à exercer son pouvoir et ses responsabilités*, que de s'attacher à surveiller le comportement du dirigeant.

La vision « upper echelons », pensant l'entreprise comme reflet de ses dirigeants (Hambrick et Mason 1984), tend ainsi, selon Cannella et Monroe (1997) à « glorifier » le dirigeant et sa *spécificité*. Le dirigeant (CEO, dans la terminaison anglo-saxonne) a en effet un rôle *actif* sur la création de valeur (Hambrick et Finkelstein, 1987). Le dirigeant, est susceptible d'influencer les résultats de l'entreprise par l'application de ses choix, ses décisions, ses capacités managériales spécifiques. Les compétences managériales du dirigeant peuvent être à l'origine d'une création de *rentes managériales*, qui non seulement ne sont pas incompatibles

⁶ Wirtz (2002), Paquerot (1997), Gomez (1996).

⁷ Donaldson et Davis (1991, p.51).

avec la création de valeur, mais surtout qui doivent être préservées⁸ davantage que simplement contrôlées de façon disciplinaire.

Dans cette perspective, la *valorisation* du dirigeant accorde une place essentielle aux critères traduisant les caractéristiques personnelles et managériales propres au dirigeant. Nous appelons ainsi **valeur spécifique** du dirigeant la valeur du dirigeant résultant de ces critères.

L'association de ces deux perspectives offre deux possibilités :

- ***Une hypothèse de confrontation*** : faut-il comprendre la contribution du dirigeant à la création de valeur davantage sous l'angle disciplinaire que sous l'angle de sa spécificité, ou réciproquement ?
- ***Une hypothèse de complémentarité*** : faut-il intégrer, *en plus* des aspects disciplinaires, des éléments plus spécifiques au dirigeant, en termes de caractéristiques ou d'attributs, pour mieux comprendre le lien entre la valeur créée par le dirigeant telle que nous l'avons définie et la création de valeur ?

Les deux approches doivent être davantage associées qu'utilisées exclusivement l'une par rapport à l'autre : comme le soulignent Cannella et Monroe (1997), chacune de ces perspectives a ses limites, mais l'analyse de la contribution des dirigeants à la création de valeur gagnerait à prendre en compte la complémentarité de ces deux visions. Wirtz (2004) souligne également la nécessité de *dépasser ou compléter la vision disciplinaire* de la valeur créée par le dirigeant pour parvenir à *une représentation plus riche du processus de création de valeur par le dirigeant*.

2. Design méthodologique

Articulation entre les objets théoriques et empiriques de notre recherche : notre *design* de recherche

Notre recherche vise à enrichir l'analyse de la *valorisation* du dirigeant, objet central de notre problématique de recherche. Dans cette perspective, nous chercherons à ***approfondir l'existence d'un modèle intégrant deux grandes explications de la valorisation du dirigeant explicitées*** auparavant (*valeur disciplinaire* et *valeur spécifique* du dirigeant).

⁸ Charreaux (1997, p.480). Pour une analyse du modèle des rentes managériales (*managerial rents model*) : Castanias et Helfat (1991, 1992, 2001).

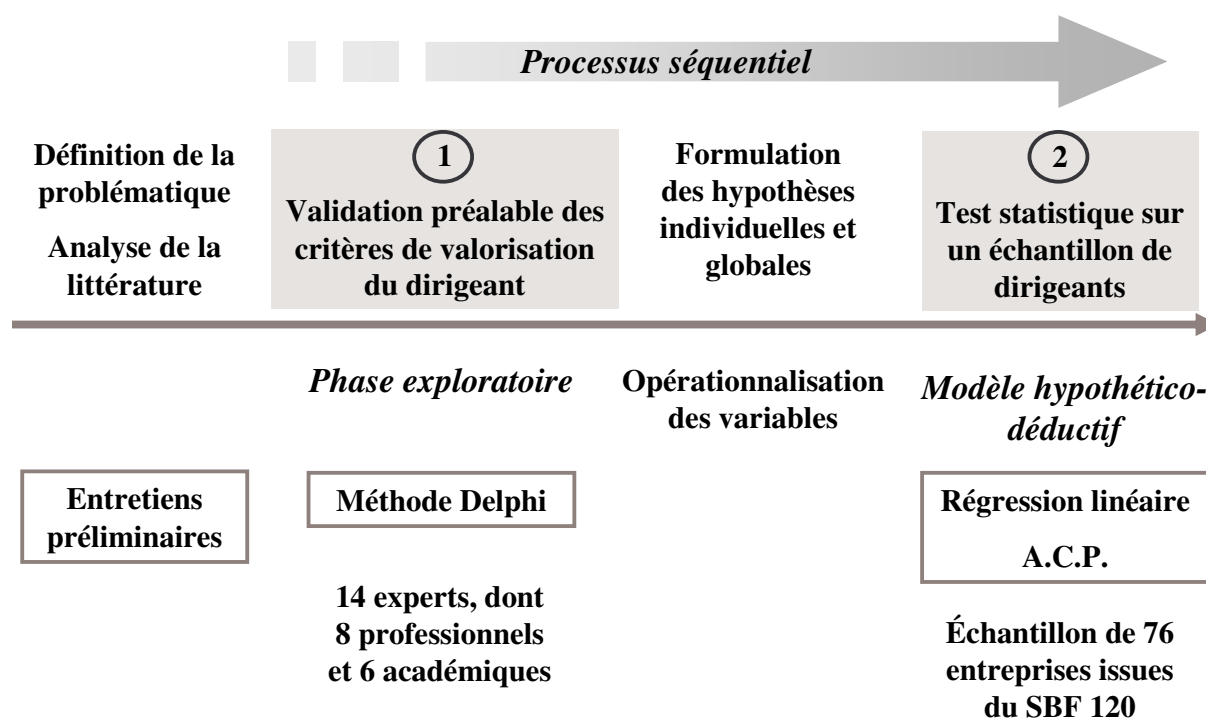
Une revue de littérature puisant à la fois dans les théories du gouvernement d'entreprise et dans des perspectives plus stratégiques nous permettra de recueillir un ensemble de critères d'analyse de la création de valeur du dirigeant, afin de construire un ensemble de variables susceptibles d'expliquer la valorisation du dirigeant. Cet enrichissement de notre revue de littérature conduira à poser plus clairement à la fois le contour de ces deux modèles, et les possibilités de relation entre ces derniers et la valeur créée par l'entreprise.

Pour renseigner notre problématique, nous compléterons notre analyse théorique par une **analyse empirique en deux étapes**, afin de répondre à deux grands objectifs :

1. Obtenir une validation préalable des *critères de valorisation du dirigeant*, par une étape de sélection de ces critères auprès d'un panel d'experts : nous avons pour cela utilisé la méthode Delphi⁹.
2. Réaliser sur un échantillon de 76 entreprises cotées sur le marché français, à l'aide d'outils statistiques (régression linéaire simple et multiple, analyse en composantes principales), plusieurs tests permettant d'approfondir notre analyse de l'intégration de la valeur créée par le dirigeant dans la valeur créée par l'entreprise :
 - a. *Un test de l'impact sur la valeur créée par l'entreprise de chacune des variables retenues pour définir la valorisation du dirigeant,*
 - b. *Une comparaison de l'impact sur la création de valeur de l'entreprise de plusieurs ensembles de variables, traduisant différents modèles de valorisation du dirigeant, afin de comparer le pouvoir explicatif des différents modèles repérés dans la littérature. Nous pourrions ainsi retenir le modèle explicatif le plus pertinent pour intégrer la valeur créée par le dirigeant dans la valeur créée par l'entreprise,*
 - c. *Une analyse permettant de mieux structurer le modèle d'analyse retenu suite aux tests précédents, afin de repérer les dimensions clés, les principaux regroupements, parmi les éléments permettant de repérer la contribution du dirigeant à la valeur créée par l'entreprise.*

Le design de notre recherche a été construit sur un processus séquentiel, de façon à répondre à ces objectifs de recherche :

⁹ Cette méthode itérative permet d'obtenir, par une rétroaction de l'information du groupe, des données reflétant un consensus sur le panel d'experts considéré. Nous montrons dans la thèse qu'elle est particulièrement adaptée à la sollicitation de l'expertise des acteurs concernés pour recueillir leur jugement sur une problématique.



3. Contributions théoriques et empiriques de notre recherche

Les contributions théoriques et empiriques à notre problématique de recherche s'articulent autour de deux axes, que nous présenterons sous forme de *deux questions théoriques* auxquelles notre recherche apporte sa contribution.

3.1. Comment analyser la *valorisation* du dirigeant ?

Notre revue de littérature a fait émerger deux grands types d'explication pour relier la valeur créée par le dirigeant et la valeur créée par l'entreprise, que nous avons appelées *modèle disciplinaire* et *modèle spécifique* de valorisation du dirigeant.

La valorisation du dirigeant est-elle mieux expliquée par une perspective de *confrontation* entre valeur disciplinaire et valeur spécifique, ou par une perspective de *complémentarité* entre ces deux approches ?

La première suppose de *comparer* le pouvoir explicatif sur la valeur créée par l'entreprise des modèles disciplinaires et spécifiques d'analyse de la valorisation du dirigeant. La seconde propose d'envisager *un modèle intégrateur* réunissant les deux types de critères, et de comparer le pouvoir explicatif sur la création de valeur de l'entreprise de ce modèle avec celui des deux autres modèles. Ces deux perspectives ont été **testées empiriquement** dans notre recherche, à partir d'une **approche en trois étapes**, dont l'articulation et les résultats nous ont permis d'apporter une contribution à l'explication de la valorisation du dirigeant :

1. Une *première étape* empirique, constituée de l'interrogation d'un panel d'experts selon la *méthode DELPHI*, nous a apporté une première **validation empirique du choix des critères à retenir**¹⁰ **pour analyser la valorisation du dirigeant.**

Cette étape empirique (Delphi) a donc permis une pré-sélection par le terrain des dimensions d'analyse les plus pertinentes. Nous avons pu en effet par cette méthode *éliminer une partie des critères possibles de valorisation du dirigeant*, en fonction à la fois de l'importance accordée au critère et du niveau de consensus atteint par critère.

Nos mesures statistiques ont prouvé une convergence significative des jugements des experts du DELPHI sur nos critères, et une amélioration du niveau de consensus atteint entre les deux étapes.

2. La première phase de notre *seconde étape* empirique, fondée sur une *analyse statistique à partir d'un échantillon de 76 dirigeants d'entreprise* sur le marché français (échantillon constitué de l'ensemble des entreprises composant l'indice SBF 120 à fin 2001), a permis notamment de **comparer le pouvoir explicatif sur la création de valeur de l'entreprise de nos différents modèles d'analyse de la valorisation du dirigeant (disciplinaire, spécifique, intégrateur)**, à partir de différentes analyses de régression multiple, que nous avons appelé *régressions globales*.

Nos résultats statistiques ont permis de retenir le modèle d'explication de la création de valeur le plus pertinent :

Le modèle que nous avons appelé *intégrateur*, permettant de penser une *complémentarité entre valeur disciplinaire et valeur spécifique du dirigeant*, est le plus pertinent pour expliquer la création de valeur de l'entreprise.

Ce modèle est donc celui qu'il faut retenir pour expliquer la valorisation du dirigeant.

Ces éléments empiriques confirment donc la pertinence d'une **approche complémentaire entre discipline et spécificité pour analyser l'impact des caractéristiques des dirigeants sur la valeur et les performances de l'entreprise.**

Ils répondent également au souhait de parvenir à une représentation plus riche du processus de création de valeur du dirigeant, au delà de l'approche disciplinaire souvent et traditionnellement utilisée sur cette question¹¹.

¹⁰ Le détail des critères obtenus est bien entendu explicité dans le corps du document de thèse.

¹¹ Wirtz (2002, 2004), Charreaux (2002b).

3. *Après avoir retenu le modèle le plus explicatif* pour comprendre la valorisation du dirigeant, une troisième étape empirique de notre recherche (la deuxième phase de notre analyse statistique) a cherché à prolonger la réponse apportée notre problématique de recherche **en analysant la structuration du modèle de valorisation retenu**, c'est-à-dire du modèle *intégrateur*.

Les résultats d'une Analyse en Composante Principales nous ont permis de mieux structurer l'analyse de la valorisation du dirigeant, en repérant **7 axes constitutifs essentiels** (cf. annexe B) dont la composition permet de **visualiser les groupements les plus significatifs sur l'ensemble du modèle de valorisation retenu**.

Les **7 dimensions principales de valorisation du dirigeant** que notre recherche a fait émerger sont : **le pouvoir de propriété du dirigeant, son prestige, son expérience, le contrôle exercé par le conseil d'administration, la transparence dans l'information produite par le dirigeant, son âge et son ancienneté, et sa capacité perceptive**.

Les 7 axes extraits concernent des dimensions ayant toutes du sens par rapport à la littérature que nous avons utilisée. Ils permettent de constater une répartition relativement équilibrée entre dimensions davantage disciplinaires (*contrôle* et *transparence*, notamment), et d'autres davantage liées à la valeur spécifique du dirigeant (*prestige*, *expérience*, ou *âge et ancienneté* notamment).

Au-delà d'une analyse des dimensions de valorisation retenues, notre recherche a également testé l'impact sur la création de valeur de l'entreprise des différentes variables de valorisation du dirigeant.

3.2. Comment les critères de valorisation retenus impactent-ils la valeur créée par l'entreprise ?

Nous avons opérationnalisé les dimensions d'analyse issues du processus Delphi (évoqué précédemment) en construisant un ensemble de variables explicatives de la création de valeur de l'entreprise (cf. annexe A). ***Ces variables ont été testées sur notre échantillon de 76 entreprises cotées sur le marché français, afin de mesurer l'impact individuel direct de ces variables sur la création de la valeur de l'entreprise***, à partir d'un ensemble d'hypothèses théoriques (cf. tableau 23 dans la thèse). ***Ces hypothèses correspondaient à des éléments théoriques suggérés par notre revue de littérature afin de valoriser le dirigeant***.

Le test statistique de ces hypothèses sur notre échantillon, à partir de modèles de régressions linéaires ou curvilinéaires, a permis d'apporter les résultats significatifs suivants¹² :

Tableau 1 : Résultats significatifs issus de nos tests de régression sur la création de valeur

<i>Variable explicative</i>	<i>Régression individuelle</i>	<i>Modèle global disciplinaire</i>	<i>Modèle global spécifique</i>	<i>Modèle global intégrateur</i>	
	<i>Relation</i>	<i>Relation</i>	<i>Relation</i>	<i>Relation</i>	
<i>PLANSO</i>	(+) ***	(+) ***		(+) **	
<i>TXEND</i>	(- +) ***	(- +) **		(- +) **	
<i>AGE</i>	ns		(+ -) **	(+) *	
<i>ANC</i>	(+ -) *		(+ -) *	ns	
<i>INT</i>	ns		(+) ***	(+) **	
<i>EXPIND</i>	ns		(+) ***	(+) ***	
<i>EXPEXT</i>	ns		(+) **	(+) **	
<i>EDUPRES</i>	ns		(+) ***	(+) ***	
<i>RESEDU</i>	(-) *		(-) ***	(-) ***	
<i>PREV</i>	(+) **		(+) ***	ns	
Légende					
(+) : relation positive			(+ -) : relation curvilinéaire, d'abord positive puis négative		
(-) : relation négative		(- +) : relation curvilinéaire, d'abord négative puis positive			
* : significatif au seuil de 10 %	** : significatif au seuil de 5 %	*** : significatif au seuil de 1 %			
La variable dépendante est le Q de Tobin.					

- Le premier résultat montre **une corrélation positive entre la détention d'un plan de stock-options par le dirigeant et la création de valeur de l'entreprise**, qui est conforme aux hypothèses issues notamment de la théorie de la convergence des intérêts (Jensen et Meckling 1976), plaidant pour un développement de l'actionnariat des dirigeants.
- Le deuxième résultat est expliqué de façon significativement meilleure par une relation *curvilinéaire* plutôt que linéaire : **la relation entre le taux d'endettement et la création de valeur de l'entreprise est d'abord négative, puis devient positive au fur et à mesure de l'accroissement de l'endettement** : l'effet disciplinaire de l'endettement postulé par la théorie de l'enracinement ne joue qu'au-delà d'un certain seuil d'endettement.

¹² Tous les résultats des tests, y compris relations non significatives, sont détaillées dans le tableau n°37 de la thèse.

- **L'ancienneté (variable ANC) du dirigeant montre une relation *curvilinéaire* avec la création de valeur de l'entreprise : positive dans un premier temps, puis négative avec l'accroissement de l'ancienneté du dirigeant.** Ces résultats corroborent ainsi les suggestions issues du modèle des « 5 saisons du dirigeant » d'Hambrick et Fukutomi (1991), et de celui du « cycle de vie » du dirigeant évoqué par Paquerot (1997) : *l'existence possible d'un « optimum d'ancienneté »*.
- **Il existe une relation *négative* entre le fait que le dirigeant appartienne (variable RESEDU) à des réseaux privilégiés d'influence (réseau d'anciens ENA-X-HEC) et la création de valeur de l'entreprise (H15b).** Ce résultat soutient les résultats de Paquerot et Carminatti (2003) sur les aspects négatifs de la relation « clanique » entretenue par les dirigeants appartenant à ce réseau, malgré l'impact que cette appartenance peut avoir sur la légitimité et le « pouvoir de prestige » du dirigeant¹³.
- **Il existe un lien *positif* entre la capacité du dirigeant à anticiper les opportunités de son environnement (variable PREV) et la création de valeur de l'entreprise.** Ceci confirme les éléments avancés par Trueman (1986), Healy et Pepu (2000), sur la capacité du dirigeant à anticiper les opportunités de son environnement, et rejoint la dimension « perceptive » soulignée dans la capacité de *vision* du dirigeant évoquée chez Hart et Quinn (1993).

En outre, nos résultats ont aussi montré **l'existence d'interactions et de possibles effets de modération entre les variables explicatives de la création de valeur de l'entreprise.**

L'ensemble de notre démarche aura permis d'approfondir l'analyse de la valorisation du dirigeant, en analysant les critères de valorisation à retenir, en repérant l'impact sur la création de valeur de l'entreprise des critères les plus significatifs, et en permettant d'approfondir l'existence d'une complémentarité entre variables disciplinaires et spécifiques pour expliquer cette valorisation du dirigeant.

3.3. Contributions managériales de notre recherche

Nous avons effectué des entretiens préliminaires, auprès de professionnels confrontés régulièrement, dans le cadre de leurs activités, à la question de l'analyse de la valorisation du dirigeant et de son impact ou son intégration dans la création de valeur de l'entreprise. Ces

¹³ Daily et Johnson (1997), Finkelstein (1992).

entretiens avaient notamment souligné deux points importants : d'une part la question de la valeur du dirigeant est *perçue comme centrale* dans la problématique de la création de valeur ; d'autre part il est très difficile d'avoir une idée précise des critères à intégrer dans cette perspective, et concrètement cette analyse *manque* aujourd'hui.

Nous pensons que notre recherche contribue à renseigner ces préoccupations managériales, en permettant de mieux comprendre la valorisation du dirigeant. Notre contribution aide, d'une part, à *mieux structurer l'analyse* de l'intégration de la valeur créée par le dirigeant dans la valeur créée par l'entreprise, et *propose d'autre part des résultats détaillés de l'impact sur la création de valeur de l'entreprise des éléments de valorisation du dirigeant jugés les plus pertinents*. Comme nous l'avons souligné, cette contribution a été réalisée en associant hypothèses théoriques, méthodes statistiques, et validation des dimensions-clés auprès des acteurs-experts de la question.

Ces résultats peuvent donc alimenter les grilles d'analyse utilisées par les professionnels dans leur évaluation de la valeur du dirigeant et de sa contribution à la création de valeur.

3.4. Limites

Du point de vue méthodologique, la taille de notre échantillon et sa nature (76 entreprises cotées, de taille importante) nous impose d'être prudent sur une généralisation possible des résultats à d'autres types d'entreprises (PME, entreprises non cotées).

En outre, comme nos résultats l'ont montré, la relation des variables de valorisation du dirigeant à la création de valeur de l'entreprise semble dépendante d'une analyse d'ensemble des interactions entre variables du modèle. C'est pourquoi nous pensons que notre objet de recherche gagnerait à être analysé en utilisant des *modèles d'équations structurelles*, afin d'envisager un modèle de causalité globale approfondissant l'ensemble des interactions internes au modèle, et ce grâce à des hypothèses s'appuyant sur nos premiers résultats.

Enfin la valeur spécifique du dirigeant pourrait intégrer de nombreuses autres variables pertinentes pour la réflexion, qui pourraient être testées dans les modèles ou introduites sous forme de variables médiatrices ou modératrices. Il s'agit notamment de ce que Hambrick et Mason (1984) nomment «caractéristiques psychologiques» des dirigeants, qui renvoient aux modes d'interprétation des dirigeants analysés par les tenants de l'approche cognitive, mais aussi à la prise en compte des styles de décision du dirigeant et de sa personnalité ... L'intégration de ces dimensions soulèvera néanmoins des difficultés méthodologiques et techniques quant à leur opérationnalisation.

Annexe A : Opérationnalisation des variables utilisées dans nos modèles de régression.

<i>Variable</i>	<i>Définition</i>									
COTMUL	variable binaire qui prend la valeur 1 si la société fait l'objet d'une cotation multiple (au moins une double cotation), et 0 sinon.									
RECOANA	variable mesurant le nombre d'avis de recommandations d'achat publiés par les analystes financiers sur l'entreprise, sur le dernier mois de l'année.									
CAPDIR	variable mesurant la détention du capital de l'entreprise par le dirigeant, et codée de 1 à 9 en fonction des seuils de détention du capital suivants : <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td><0,5% → 1</td> <td><10% → 4</td> <td><50% → 7</td> </tr> <tr> <td><1% → 2</td> <td><20% → 5</td> <td><66,66% → 8</td> </tr> <tr> <td><5% → 3</td> <td><33,33% → 6</td> <td>≥ 66.66% → 9</td> </tr> </table>	<0,5% → 1	<10% → 4	<50% → 7	<1% → 2	<20% → 5	<66,66% → 8	<5% → 3	<33,33% → 6	≥ 66.66% → 9
<0,5% → 1	<10% → 4	<50% → 7								
<1% → 2	<20% → 5	<66,66% → 8								
<5% → 3	<33,33% → 6	≥ 66.66% → 9								
PLANSO	variable binaire prenant la valeur 1 si le dirigeant bénéficie d'un plan de stock-options, et 0 sinon.									
ADMEXT	pourcentage des administrateurs externes indépendants au sein du conseil d'administration, selon les critères du rapport Bouton (Bouton 2002).									
DUAL	variable binaire prenant la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil d'administration, et 0 sinon.									
TXEND	variable mesurant le rapport entre les dettes financières comptables et les fonds propres comptables (Dettes financières / Fonds Propres).									
AGE	variable mesurant l'âge (nombre d'années) du dirigeant.									
ANC	variable mesurant l'ancienneté du dirigeant (nombre d'années) dans son poste de dirigeant.									
INT	variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant est d'origine interne (expérience professionnelle de deux ans minimum dans l'entreprise avant d'être nommé au poste de dirigeant), et 0 sinon.									
EXPIND	variable binaire : prend la valeur 1 si le dirigeant a une expérience professionnelle de deux ans minimum dans un autre secteur industriel que celui de l'entreprise, et 0 sinon.									
EXPEXT	variable mesurant le nombre d'entreprises dans lesquelles le dirigeant a eu une expérience professionnelle.									
FOND	variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant est fondateur de l'entreprise ou descendant direct du fondateur, et 0 sinon.									
RESADM	variable mesurant le nombre de mandats d'administrateur détenus par le dirigeant auprès d'autres entreprises que la sienne.									
EDUPRES	variable mesurant le prestige du parcours éducatif du dirigeant sur une échelle de 1 à 3 : la variable prend la valeur 1 si le dirigeant n'a pas de formation de niveau maîtrise, 2 si la formation est de niveau maîtrise, 3 si la formation est de niveau Grande Ecole.									
RESEDU	variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant est ancien élève de l'ENA, de l'X ou d'HEC, et 0 sinon.									
Q	Création de valeur de l'entreprise (variable expliquée) mesurée ainsi : $Q = \frac{\text{valeur de marché des FP} + \text{valeur comptable des Dettes}}{\text{Valeur comptable de l'actif (FP + Dettes)}}$									
Log(Actifs)	variable de contrôle, mesurant la taille de l'entreprise en calculant le logarithme décimal du total de ses actifs comptables.									
IND	variable de contrôle muette (dummy), codant le secteur d'activité de l'entreprise, par un code à deux chiffres (norme FTSE).									
Var(CA)	Variable de contrôle, mesurant la variation du chiffre d'affaires de l'entreprise sur une année, entre n-1 et n, n étant l'année de mesure de l'ensemble des variables (2001).									

Annexe B (issu du tableau 40 de la thèse) : Structuration du modèle d'analyse de la valorisation du dirigeant, obtenu par ACP.

<i>Axes d'analyse de la valorisation du dirigeant (n°, libellé)</i>	<i>Eléments les plus représentatifs, et sens de la contribution</i>	<i>Définition de l'élément (rappel synthétique)</i>
1 : Propriété	CAPDIR +	Part de capital détenue par le dirigeant
	TXEND -	Taux d'endettement
	FOND +	Fondateur de l'entreprise (ou descendant direct)
2 : Prestige	RESADM +	Nombre de mandats d'administrateurs détenus par le dirigeant
	EDUPRES +	Prestige du parcours éducatif du dirigeant
	RESEDU +	Appartenance au réseau X-ENA-HEC
3 : Expérience	INT -	Origine interne du dirigeant
	EXPEXT +	Nombre d'entreprises dans lesquelles le dirigeant a eu une expérience professionnelle
	EXPIND +	Expérience dans un autre secteur industriel que celui de son entreprise
4 : Contrôle	ADMEXT +	Part des membres externes indépendants du conseil d'administration
	DUAL -	Position duale du dirigeant (à la fois directeur général et président du CA)
5 : Transparence	COTMUL +	L'entreprise fait l'objet d'une cotation multiple
	RECOANA +	Nombre d'avis de recommandations publiés par les analystes
	PLANSO +	Le dirigeant bénéficie d'un plan de stock-options
6 : Age et ancienneté	AGE +	Age du dirigeant
	ANC +	Ancienneté du dirigeant
7 : Capacité perceptive	PREV +	Importance de la divulgation de résultats prévisionnels