

## **Les privatisations françaises ont-elles été efficaces ?**

**Octobre 2000**

**Hervé Alexandre, Professeur en Sciences de Gestion  
Université de Bourgogne, Iae Dijon-Latec  
Gérard Charreaux, Professeur en Sciences de Gestion  
Université de Bourgogne, Iae Dijon-Latec<sup>\*</sup>**

Contacts : Université de Bourgogne, Iae, Pôle d'économie et de gestion  
2, Bd Gabriel, BP 26611, 21066 Dijon Cedex, France  
Tel. (33) (0)3 39 54 35 ; Fax. (33) (0)3 39 54 88  
Email : [herve.alexandre@u-bourgogne.fr](mailto:herve.alexandre@u-bourgogne.fr) ; [gerard.charreaux@u-bourgogne.fr](mailto:gerard.charreaux@u-bourgogne.fr)

---

<sup>\*</sup> Cette étude a été parrainée par l'Associazione Guido Carli, dans le cadre d'une étude portant sur les privatisations en Europe. Les auteurs remercient le Professeur Grassini, coordinateur du projet sur les privatisations, W. Megginson pour leur avoir communiqué un certain nombre de données, ainsi que C. Chatelin pour avoir mis sa documentation à leur disposition.

**Résumé :** Le programme de privatisation français est l'un des principaux programmes mondiaux quant au volume des émissions. Après avoir retracé les principales caractéristiques de ce programme, notamment contextuelles et historiques, une lecture du processus de privatisation à travers la théorie de la gouvernance des entreprises est proposée. Cette lecture a conduit, de façon à mieux comprendre l'influence du processus de privatisation sur la performance, à élaborer un modèle permettant de prendre en compte, d'une part, la dimension temporelle du processus, notamment ses effets dynamiques, d'autre part, les variables contextuelles, organisationnelles, de gouvernance et stratégiques qui contraignent ce processus. Après avoir répliqué un certain nombre de tests traditionnels, nous avons procédé au test de ce modèle sur un échantillon de 19 entreprises privatisées françaises et sur un horizon de sept ans, ce qui a permis d'aboutir aux conclusions suivantes. L'incidence favorable attribuée traditionnellement aux privatisations n'est pas véritablement confirmée pour les privatisations françaises, tout au moins sur l'horizon considéré. La privatisation n'induit un effet positif significatif sur la performance que pour un faible nombre d'entreprises. L'importance de l'effet, cependant, est subordonnée à certaines des variables proposées.

Ces résultats, paradoxalement, ne semblent pas de nature à remettre en cause les vertus attribuées à la privatisation mais, plutôt, les procédures utilisées traditionnellement pour mesurer ses effets sur la performance. Plusieurs limites semblent caractériser ces études (y compris la présente étude). Premièrement, les horizons retenus semblent trop courts pour pouvoir appréhender pleinement les effets du processus ; les entreprises privatisées, souvent de grande taille, mettent du temps à réagir et à s'adapter. Deuxièmement, les mesures de performance utilisées, principalement comptables, peuvent présenter des biais importants. Troisièmement, même s'il est possible de mettre en évidence l'incidence de certaines variables sur le processus, les études économétriques traditionnelles, quel que soit leur degré de sophistication, ne peuvent rendre pleinement compte des modifications principalement qualitatives (en termes de système de gouvernance et d'architecture organisationnelle) qui sont à l'origine des évolutions de performance.

**Mots clés :** privatisation, efficacité statique, efficacité dynamique, gouvernance des entreprises.

### III

#### Sommaire

Introduction	p. 1
Première partie – Les principales caractéristiques des privatisations françaises	p. 2
1.1. La privatisation : un remède à la sous-performance des entreprises publiques ?	p. 2
1.1.1. <i>Nationalisations et performance du secteur public français</i>	p. 3
1.1.2. <i>L'entreprise publique : une gouvernance défailante ?</i>	p. 5
1.2. L'historique des privatisations	p. 12
1.2.1. <i>Le programme de 1986</i>	p. 12
1.2.2. <i>La période du « ni-ni » 1988-1993 et les « respirations » du secteur public</i>	p. 13
1.2.3. <i>Le second programme de privatisations de 1993</i>	p. 14
1.2.4. <i>Les privatisations depuis 1997 et l'évolution de la situation des privatisées</i>	p. 15
Deuxième partie – La privatisation vue comme évolution du système de gouvernance	p. 17
2.1. Les évolutions des mécanismes externes de gouvernance	p. 17
2.1.1. <i>L'influence des privatisations sur le marché financier</i>	p. 17
2.1.2. <i>L'évolution de la discipline exercée par les marchés des biens et services et par les marchés du capital humain</i>	p. 22
2.2. Les évolutions des mécanismes internes de gouvernance	p. 25
Troisième partie – L'efficacité des privatisations françaises : une étude quantitative	p. 30
3.1. Quelle démarche pour évaluer l'efficacité ?	p. 31
3.1.1. <i>La mesure de l'efficacité</i>	p. 32
3.1.2. <i>La dimension transversalité/longitudinalité</i>	p. 36
3.1.3. <i>Les effets temporels de la diversification</i>	p. 37
3.1.4. <i>La modélisation du lien privatisation / performance</i>	p. 38
3.2. Constitution de l'échantillon et description des tests	p. 42
3.3. Les résultats de la première procédure : l'efficacité statique	p. 44
3.4. Les résultats de la seconde procédure : l'efficacité dynamique	p. 50
Conclusion	p. 58
Bibliographie	p. 60
Annexe 1 : Liste des privatisées et de leurs principales caractéristiques	p. 65
Annexe 2 : Aspects économétriques	p. 66
Annexe 3 : Test de l'effet dynamique de la privatisation (modèle 1) pour les indicateurs de performance autres que la rentabilité économique	p. 68
Annexe 4 : Variances résiduelles par entreprise issues du modèle 1	p. 71
Annexe 5 : Mesures des variables explicatives du modèle 2	p. 72
Annexe 6 : Matrice des corrélations entre les variables (modèle 2 : corrélations pondérées)	p. 73

Le programme français de privatisation, qui a débuté en 1986, constitue un des plus importants programmes mondiaux, tant du point de vue du nombre des opérations menées que de l'importance des ventes (Megginson, 2000 ; Jones et *al.*, 1999; Bortolotti et *al.*, 1998) ou de la taille moyenne des opérations menées. Selon Bortolotti et *al.*, en termes de ventes sur la période 1977-1996, le programme français se situe au 3<sup>e</sup> rang mondial après le Japon et la Grande Bretagne ; quant à la taille, il représente, sur la période 1979-1996, près de 12 % (Levich et Lang, 1998, tableau 2) et, de 1993 à 1999 (en partie), près de 8 % de l'ensemble des privatisations et plus de 11 % de celles des pays de l'OCDE (OCDE, 2000, p. 46<sup>1</sup>). Bien que les raisons et le contexte des privatisations françaises soient, dans une certaine mesure, spécifiques, ces dernières s'inscrivent dans un mouvement général au niveau mondial, notamment dans les pays les plus industrialisés. Comme le mentionnent Megginson et Netter (2000, p. 7), la part des entreprises publiques dans le PNB de ces pays est passée, en un peu plus de 15 ans, de 8,5 % à moins de 5 %, cette réduction du rôle de l'État se révélant encore plus prononcée dans les pays moins développés.

Même si toutes les études empiriques ne conduisent pas au même résultat (voir les synthèses de Megginson et Netter, 2000 ; Villalonga, 2000), elles concluent, pour leur grande majorité, en recourant à des méthodologies sensiblement différentes, à une amélioration de la performance à la suite des privatisations.

Le cadre d'analyse utilisé pour justifier l'efficacité des privatisations est principalement issu de la théorie économique néoclassique et de ses aménagements récents, notamment les théories économiques contractuelles<sup>2</sup> ou néoinstitutionnelles (théorie des droits de propriété, théorie des coûts de transaction et théorie de l'agence). En dehors des aspects macroéconomiques de la privatisation (accroissement du rôle des marchés notamment *via* le développement des marchés financiers), l'essentiel de l'argumentation tient en deux points. D'une part, l'entreprise privée constitue, le plus souvent, une solution préférable à la firme publique pour remédier aux failles du marché, représenté sous la forme stylisée du marché du modèle néoclassique. L'efficacité du changement de propriété est cependant contingente à la structure de marché : la privatisation se révèle d'autant plus préférable que la structure du marché est concurrentielle. D'autre part, le système de gouvernance – conçu au sens large comme l'ensemble des mécanismes encadrant les décisions des dirigeants (Charreaux,

---

<sup>1</sup> Selon nos calculs.

<sup>2</sup> Pour un bref résumé des arguments théoriques (notamment ceux développés par les théories néoinstitutionnelles) permettant d'opposer les entreprises publiques et privées en termes d'efficacité, voir Villalonga (2000, p. 45). Pour une présentation détaillée des théories néoinstitutionnelles v. Koenig (1999) ou Coriat et Weinstein (1995).

1997a), notamment pour en assurer la discipline –, associé à la privatisation se révélerait supérieur au système de gouvernance de la firme publique. Autrement dit, les systèmes de contrôle – de mesure de la performance et d’incitation – mis en place pour « gouverner » les dirigeants dans les entreprises privées permettraient de créer davantage de valeur.

La plupart des recherches portant sur l’efficacité des privatisations retiennent un cadre théorique inspiré des premiers travaux issus de la théorie de l’agence, selon lesquels l’efficacité passe par la maximisation de la richesse des actionnaires, considérés comme les seuls propriétaires et dont les dirigeants sont les agents. Quelles que soient les critiques portées à l’approche actionnariale, sur laquelle repose la grille de lecture habituelle de la gouvernance<sup>3</sup>, l’objectif de ce travail n’est pas de la contester, mais, plus modestement, de tenter d’appréhender l’efficacité des privatisations françaises dans ce cadre, même si, à l’occasion, certains arguments pourront être empruntés aux courants hétérodoxes de la théorie de la gouvernance.

Dans un premier temps, nous rappellerons les principales caractéristiques du programme français de privatisation, notamment en l’inscrivant dans le contexte de la performance des entreprises publiques issues des programmes successifs de nationalisation. Dans un second temps, nous proposerons une analyse des effets de la privatisation à travers la grille de la théorie de la gouvernance. Enfin, dans un troisième temps, nous présenterons les résultats d’une étude empirique originale consacrée exclusivement à l’incidence de la privatisation sur l’efficacité des firmes françaises privatisées.

## **Première partie – Les principales caractéristiques des privatisations françaises**

Le programme de privatisation français, commencé en 1985, se poursuit actuellement. Au cours de ces quinze années, le contexte, dans lequel il se situait à l’origine, a évolué. Après avoir décrit ce contexte, en liaison principalement avec la situation des entreprises publiques, nous ferons un bref historique de ces privatisations.

### **1.1. La privatisation : un remède à la sous-performance des entreprises publiques ?**

Conformément à l’argumentation traditionnelle en faveur des privatisations, le programme français de privatisation a souvent été justifié comme remède à l’inefficacité des

---

<sup>3</sup> Notamment par les courants de la théorie de la gouvernance qui retiennent une approche partenariale de la firme (*Stakeholder Theory*) reposant sur une approche plus large de l’efficacité ou, encore, par les théories stratégiques (en particulier, la *Resource Based View*), qui proposent une explication différente de l’efficacité.

entreprises publiques. Il est donc utile, après avoir rappelé l'histoire des nationalisations en France, et tenté d'évaluer de façon sommaire la performance des entreprises publiques, de chercher à identifier les causes de cette inefficacité relative.

### **1.1.1. Nationalisations et performance du secteur public français**

Le programme de privatisation français ne peut se comprendre sans un bref rappel de l'état du secteur public français qui prévalait avant 1986, date de début des privatisations. Comme le précise Bancel (1995), les interventions de l'État, comme entrepreneur, remontent au 18<sup>e</sup> siècle (les manufactures royales...) et se sont accrues au 19<sup>e</sup> siècle avec l'invention de la notion de service public. L'État prend notamment le contrôle de la distribution du courrier et de la production des tabacs. Il intervient également pour reprendre des établissements financiers à statuts particuliers (Banque de France et Caisse des Dépôts) et, à la suite de difficultés financières, une partie du réseau des chemins de fer. Cette immixtion dans la sphère économique s'intensifie après la première guerre mondiale, d'une part, pour gérer les biens confisqués à l'Allemagne et faciliter le redressement national, d'autre part, dans les années trente, pour lutter contre les effets de la Grande dépression et contrôler les industries d'armement.

Le domaine de l'intervention de l'État s'étend sensiblement au lendemain de la Seconde guerre mondiale afin d'accélérer la reconstruction de l'économie nationale en la dotant des infrastructures nécessaires à sa modernisation. Les nationalisations d'après-guerre portent notamment sur les entreprises du secteur énergétique, sur les sociétés de transport, et sur une partie importante du secteur financier (banques et assurances). Au-delà de la procédure des nationalisations, l'État intervient également en créant des entreprises publiques (CEA, RATP...).

La dernière étape du développement du secteur public est constituée par le programme de nationalisations de 1982, mis en œuvre à la suite de l'élection de F. Mitterrand à la présidence de la République. Les principaux objectifs de ce programme sont de créer des emplois, de moderniser l'industrie et d'en assurer le développement durable, sur le plan national et international, en particulier grâce à l'innovation (Griotteray, 1994, p. 21). Le programme porte sur cinq sociétés industrielles, 39 banques et deux compagnies financières (Suez et Paribas)<sup>4</sup>. Une fois ce programme achevé, le secteur public industriel, représente

---

<sup>4</sup> Les sociétés industrielles sont CGE, Saint Gobain, Pechiney Ugine Kuhlman, Rhône-Poulenc, Thomson-Brandt. Le programme comporte également des prises de participation assurant le contrôle de Matra, Avions Dassault, Usinor-Sacilor, ITT-France, CII-Honeywell-Bull, Roussel-Uclaf (Chabanas et Vergeau, 1996).

selon l'Insee (cité par Bancel, 1995, p. 26), rapporté à l'ensemble de l'économie nationale, 31 % du chiffre d'affaires, 23 % des effectifs salariés, 28 % de la valeur ajoutée, 30 % des exportations, 49 % des investissements et 53 % des immobilisations. La mainmise de l'État sur le secteur bancaire est quasiment totale ; elle est très importante dans la plupart des secteurs industriels déterminants (Bancel, 1995, p. 26). Selon Guillenschmidt (1983, p. 91), sur les vingt-cinq premières entreprises françaises, il n'y en a que trois qui échappent au contrôle de l'État.

Le bilan des entreprises publiques est controversé. Schmidt (1993) dresse un bilan globalement très positif de l'économie française sur la décennie 80, qu'il attribue en bonne partie aux entreprises publiques et aux nationalisations. Ainsi, au cours de cette période, non seulement l'inflation a été vaincue, mais la France se situait en rang très honorable selon les indicateurs de croissance du PNB, de taux d'épargne et d'investissement. Cet auteur insiste, en particulier, sur la forte croissance de l'investissement en R&D, les hausses substantielles de productivité et de profitabilité et le développement très important des acquisitions effectuées par les entreprises françaises à l'étranger. Les dix principales sociétés nationalisées en 1982, dont les pertes s'élevaient à 13 Mds F en 1981, réalisaient 26 Mds F de profit fin 1990 (Schmidt, 1993, p. 80). Sur la même période, cependant, le chômage s'est sensiblement accru et la part de marché des entreprises françaises sur le plan international a régressé. Schmidt attribue la « bonne » performance obtenue à la capacité de l'État à restructurer rapidement et de façon organisée<sup>5</sup>.

L'intervention de l'État dans la réorganisation de l'industrie française et dans le redressement de certaines entreprises est également qualifiée de positive par Bancel (1995, p. 27) et Wright<sup>6</sup> (1993) Goldstein (1996, p. 1312-1313) retient également les bonnes performances des entreprises publiques en termes d'efficacité technique et dynamique (degré d'internationalisation et investissement en R&D). Ce jugement positif<sup>7</sup> est cependant contesté par Guillenchmidt (1983, p. 14-21), selon lequel, les groupes industriels nationalisés en 1982

---

<sup>5</sup> Remarquons que cet argument est contraire à ce qu'on avance habituellement sur les propriétés curatives respectives des systèmes de gouvernance. On estime, le plus souvent, qu'un des principaux avantages des systèmes de gouvernance dominés par les marchés est leur plus grande capacité à résoudre les crises, en facilitant notamment l'élimination des firmes les moins rentables.

<sup>6</sup> Wright (1993, p. 109-110) rapporte que de 1982 à 1985 les entreprises nationalisées ont reçu 50 Mds F de dotations en capital et 6 Mds F de prêts participatifs. Pour les cinq principaux groupes industriels nationalisés en 1981 (CGE, Saint-Gobain, Thomson, Rhône-Poulenc et Pechiney), on passe d'un déficit global de 4,5 Mds F en 1982 à un bénéfice de 4,6 Mds F en 1986, équivalent au niveau de profit atteint en 1979 (3,9 Mds F).

<sup>7</sup> On trouve également une appréciation positive de l'effet de la nationalisation dans l'exemple de Rhône Poulenc cité par Juvin (p. 107). Selon ce dernier, grâce à la restructuration et à l'internationalisation opérées pendant la phase de nationalisation, Rhône Poulenc est passé de la 12<sup>e</sup> place mondiale en 1985 à la 7<sup>e</sup> place en 1993. Son chiffre d'affaires s'est accru de 50 % sur la même période.

avaient mené simultanément, lorsqu'ils étaient privés, une politique d'investissement souvent plus dynamique que celle des entreprises relevant du secteur public, et une politique très offensive d'exportation et de diversification des marchés. Ces politiques s'étaient en outre accompagnées d'un maintien, voire d'un développement des effectifs.

Quel que soit le jugement porté sur la performance des entreprises préalablement à leur nationalisation, leur redressement supposé, attribué à la nationalisation, aura cependant été très conjoncturel, puisque si, jusqu'en 1988, tant leur développement que leur niveau de résultat pouvaient être considérés comme évoluant favorablement, la période 1988-1992 a été marquée par une très forte dégradation de la profitabilité (Griotteray, 1994, p. 72), qui s'est poursuivie de 1992 à 1994. Les chiffres cités par Goldstein (1996, p. 1312) font état d'un déficit d'exploitation cumulé de 83 Mds F pour les entreprises publiques<sup>8</sup>.

### **1.1.2. L'entreprise publique : une gouvernance défaillante ?**

Au-delà de la justification idéologique – par exemple, celle, libérale, de créer un capitalisme populaire –, qui n'est pas forcément très pertinente dans le contexte français, où la tradition dominante à droite comme à gauche, depuis la seconde guerre mondiale, est majoritairement interventionniste, comme le souligne Juvin (1995, p. 86-87), les privatisations françaises s'expliquent souvent, de façon très pragmatique, à partir de la situation budgétaire de l'État. L'accumulation des déficits publics<sup>9</sup> et la croissance concomitante de la dette publique ont entraîné l'État à privatiser et ce d'autant plus qu'il n'avait plus les capacités financières pour fournir le capital financier nécessaire au développement des entreprises publiques, souvent fortement endettées (Griotteray, 1994, p. 73). Au-delà de l'incapacité de l'État à apporter les capitaux propres nécessaires, – qui n'avait pu être résolue par les solutions imparfaites constituées par la création de titres financiers spécifiques tels que les certificats d'investissement ou les titres subordonnés –, le caractère public constituait également un handicap aux stratégies de développement internationales

---

<sup>8</sup> Les chiffres cités par Goldstein (p. 1313) montrent que le résultat financier cumulé sur 26 entreprises passe d'un bénéfice de 7,8 Mds F en 1992 à une perte de -24,8 Mds F en 1993 et de -20 Mds F en 1994.

<sup>9</sup> Cf. Juvin (1995, p. 87) qui construit, d'après des informations issues des Notes Bleues de Bercy (Ministère du Budget), un tableau montrant l'accroissement des besoins de financement du Trésor Public entre 1986 et 1995. Ainsi, le ratio dette publique/PIB qui était de 22 % fin 1986 est de 48,4 % fin 1995. Le même auteur (p. 88) dresse un bilan fondé sur les rapports Raynaud et Arthuis des dotations en capital faites aux entreprises publiques entre 1988 et 1995. Ces dotations culminent à 20,15 Mds F en 1993 et s'élèvent à 78,18 Mds F sur les huit années. Enfin, toujours selon la même source (p. 89), l'apport des privatisations au budget de l'État de 1986 à 1988 est de 71 Mds F, affectés pour 46 Mds F au remboursement de la dette publique et pour 25 Mds F aux dotations en capital des entreprises publiques. Pour les années 1993-1995 (seconde vague de privatisations), l'apport est de 108,6 Mds F affectés pour 80 Mds F aux dépenses courantes de l'État et pour 28 Mds F aux dotations en capital des entreprises publiques.



fondées, soit sur des acquisitions (impossibilité de procéder à des OPE), soit sur des accords de coopération. La fusion manquée entre Renault et Volvo (Griotteray, p. 52-55) représente un exemple de ces difficultés. On ajoutera que le statut protégé du personnel du secteur public pouvait également constituer un obstacle à la flexibilité nécessaire pour conduire les restructurations jugées indispensables.

Ces justifications, même si elles ont joué un rôle important dans les privatisations, ne permettent pas d'identifier une relation directe entre la nature de la propriété et la performance économique. Pour établir ce lien, la démarche dominante consiste à invoquer l'inefficacité relative des entreprises publiques en raison principalement de la nature de la propriété publique et des failles de leur système de gouvernance.

Dans les entreprises publiques, comme le souligne Charreaux (1997b), la relation d'agence entre les contribuables, qui peuvent être considérés comme les propriétaires légaux, et les dirigeants est très distendue. Entre les contribuables et les dirigeants s'interposent successivement les parlementaires, les membres du gouvernement et la bureaucratie des entreprises publiques (notamment leurs dirigeants). À chacun de ces niveaux sont associés des conflits d'intérêts spécifiques régis par des systèmes de gouvernance particuliers. Analysée en termes de détention des droits de décision résiduels et d'appropriation des gains résiduels, la propriété<sup>10</sup> de l'entreprise publique apparaît encore plus complexe et moins bien définie que celle de la grande entreprise privée. En particulier, les gains résiduels semblent principalement revenir aux salariés, aux dirigeants, voire à la bureaucratie publique ou au personnel politique. Quant au pouvoir décisionnel, il apparaît également plus éclaté que dans les entreprises privées. Les décisions des dirigeants sont soumises à des influences importantes<sup>11</sup> et coûteuses – orientations de politique économiques, contraintes budgétaires –, et l'importance respective des diverses parties prenantes diffère de ce qu'elle est dans l'entreprise privée, au sein de laquelle les actionnaires sont censés jouer le rôle dominant.

Paradoxalement, alors qu'on postule très souvent que la sous-performance des entreprises publiques s'explique principalement par une défaillance de leur système de gouvernance, l'analyse comparée de ces systèmes entre les entreprises publiques et les entreprises privées a fait l'objet de peu de développements.

---

<sup>10</sup> Dans cette approche de la propriété qui diffère de l'analyse juridique traditionnelle, la propriété s'appréhende en fonction de la détention effective des droits de décision résiduels (ceux qui ne sont pas affectés par les voies légales ou contractuelles) et des droits à l'appropriation des gains résiduels.

<sup>11</sup> On trouvera des anecdotes permettant d'apprécier le rôle de l'État dans A. Routier (1989). Ainsi, p. 42, il cite la lettre adressée en mai 1984 par L. Fabius, alors Ministre de l'Industrie, à B. Hanon, Président de Renault, dont

On peut, cependant, mentionner l'analyse de la crise du Crédit Lyonnais (Charreaux, 1997b), au travers du fonctionnement des mécanismes externes et internes de son système de gouvernance. Dans cet exemple particulier, la pression concurrentielle des marchés constituait une contrainte importante. Contrairement à certains secteurs protégés, le secteur bancaire a connu une forte concurrence sur les activités bancaires traditionnelles, que ce soit entre les banques françaises (publiques ou privées) ou entre banques françaises et étrangères, due à la globalisation des marchés et à la déréglementation. Cette concurrence a entraîné une baisse générale des marges impliquant une chute de la rentabilité bancaire. La pression concurrentielle, souvent considérée comme favorable à la performance, peut également avoir des effets pervers, en incitant les dirigeants à entreprendre des investissements risqués. D'une certaine façon, ce schéma peut s'appliquer au cas du Crédit Lyonnais, pour lequel, le choix d'une stratégie de banque-industrie, potentiellement très profitable en cas de conjoncture favorable, entraînait de très forts risques en cas de retournement de conjoncture.

La pression du marché financier, que ce soit par les offres publiques ou la cotation, ne pouvait pas non plus exercer pleinement son rôle disciplinaire, même si, dans le cas du Crédit Lyonnais, il existait des certificats d'investissement cotés et une notation. Cette discipline n'est efficace que si les marchés sont efficaces, c'est-à-dire à même de refléter l'information pertinente pour les investisseurs. Or, dans le cas des entreprises publiques, comme le montre l'exemple du Crédit Lyonnais, il semble que les états financiers aient un caractère discrétionnaire<sup>12</sup> plus important. Les déclarations de plusieurs anciens dirigeants du Crédit Lyonnais laissent à penser que tant les autorités bancaires, qu'eux-mêmes avaient une influence déterminante sur la nature de l'information financière diffusée.

Enfin, même si le marché des dirigeants des grandes entreprises françaises semble globalement peu ouvert, les phénomènes de réseaux souvent évoqués sont encore plus affirmés pour les entreprises publiques ; les dirigeants de ces entreprises étant nommés par l'État pour une durée de trois ans, l'influence politique est déterminante. Il ne s'agit pas pour autant de conclure à l'incompétence des dirigeants de ces entreprises, qui reste à démontrer, mais plutôt d'insister sur la fragilité de leur position soumise aux contingences politiques. Comme le mettent en évidence Bauer et Bertin-Mouroit (1995, p. 14), la rotation des présidents des entreprises publiques est beaucoup plus rapide que dans les grandes entreprises

---

les pertes sont très importantes et qui peut difficilement rétablir son équilibre financier, compte tenu des contraintes qui lui sont imposées en termes de politique sociale.

<sup>12</sup> Cette latitude dans la manipulation des comptes, même lorsqu'il s'agit de simples « habillages » légaux, conduit également à relativiser les jugements émis sur la performance mesurée à partir des indicateurs comptables, tout au moins sur courte période.

privées<sup>13</sup>. Un ancien Directeur général du Crédit Lyonnais déclarait ainsi avoir connu six ou sept présidents au cours d'une période de douze années et J.Y. Haberer, Président du Crédit Lyonnais lors de la crise, s'il avait pu assurer un septennat complet aurait été soumis cinq fois à renouvellement. On ajoutera que le statut public conduit à ne pouvoir mettre en place des systèmes d'incitation, comme les *stock options*.

Cette discipline externe, qui semble moins forte – ou plutôt orientée vers d'autres objectifs que les objectifs économiques – dans les entreprises publiques, est-elle compensée par un renforcement du rôle des mécanismes internes, c'est-à-dire principalement l'actionnaire dominant et le conseil d'administration ?

Toujours à partir du cas du Crédit Lyonnais, on peut montrer que le contrôle de l'État se manifeste par une superposition d'organismes de contrôle aux objectifs contradictoires et aux formes multiples. On ne peut en conclure, pour autant, que la latitude des dirigeants des entreprises publiques est faible, notamment car la doctrine de l'État en matière de relations avec les entreprises publiques est passée par plusieurs phases (Barreau, 1990). Par exemple, de 1981 à 1985 (premier septennat Mitterrand), on est passé d'un fort interventionnisme, inscrit dans le cadre de la planification, à une autonomie stratégique quasi-totale selon le principe de « l'autonomie responsable » : l'État laisse au dirigeant la responsabilité de définir et de mettre en œuvre la stratégie et juge *a posteriori* la performance. Cette autonomie réelle laisse cependant la place aux interventions et à des conflits parfois ouverts avec l'État. Ainsi, J. Peyrelevade, lorsqu'il présidait l'UAP, avait refusé de contribuer à une recapitalisation d'Air France demandée par l'État. Dans le cas du Crédit Lyonnais, la tutelle de l'État s'est principalement manifestée, soit par une demande de participation à des opérations de restructuration industrielle censées correspondre à l'intérêt général, soit par un contrôle *a priori* portant sur les opérations de croissance externe. L'autonomie cependant était réelle et, par exemple, la responsabilité de la stratégie de banque-industrie a toujours été revendiquée comme sienne par J.Y. Haberer. On peut ajouter que la tutelle de l'État influe également sur le financement. Ainsi, toujours pour le Crédit Lyonnais, une analyse des flux de financement montre que la contribution nette en termes de liquidités du groupe bancaire, en faveur de l'État, a été sur la période 1985-1992 de plus de 10 Mds F (sous forme d'impôts et de dividendes). La tutelle de l'État constitue également un handicap si la sortie de crise passe par

---

<sup>13</sup> Selon Bauer et Bertin-Mourot (1995, tableau 3, p. 23), dans les entreprises publiques ou celles dans lesquelles l'État joue un rôle déterminant pour nommer les dirigeants, la durée moyenne des mandats est d'environ cinq ans alors que dans les autres grandes entreprises de leur échantillon, elle est supérieure à huit ans, ceci sur la période 1970-1994, c'est-à-dire sur 25 ans. Il est fréquent dans les entreprises publiques de rencontrer six à sept changements de dirigeants sur ce même horizon.

des licenciements ; le statut des salariés dans les entreprises publiques rend plus difficiles les ajustements brutaux<sup>14</sup>.

L'exemple du Crédit Lyonnais illustre bien le comportement très particulier de l'actionnaire public. Son attitude face à la prise de risque est très différente de celle d'un investisseur privé pour au moins trois raisons. Premièrement, son portefeuille de participations est très diversifié, ce qui limite le risque. Deuxièmement, les pertes sont supportées *in fine* par les contribuables et, troisièmement, la responsabilité de ces pertes est souvent difficile à imputer, en raison de la multiplicité et de l'imbrication des niveaux de décision et de contrôle. Ces caractéristiques conduisent l'État actionnaire à laisser les dirigeants des entreprises publiques entreprendre des stratégies vraisemblablement plus risquées<sup>15</sup> et ce d'autant plus que ces dirigeants, de par leur statut, sont quasiment assurés de retrouver un autre poste en cas d'échec. Si les résultats sont favorables, l'État ponctionne les liquidités pour financer d'autres secteurs, voire combler le déficit public ; le personnel politique s'approprie le mérite de la réussite. Inversement, en présence de mauvais résultats, il est relativement facile pour le personnel politique de ne pas endosser la responsabilité de l'échec, notamment en invoquant la conjoncture internationale. On peut ajouter que la nature des contrôles exercés par l'État joue également ; il s'agit principalement de contrôles *a posteriori* de régularité comptable et financière, inaptes à prévenir ou corriger les erreurs de stratégie et à permettre une réaction en temps utile.

Le conseil d'administration occupe traditionnellement la place centrale dans les mécanismes internes de gouvernance. En raison du caractère concentré du capital en France, le rôle disciplinaire du conseil d'administration dans les entreprises françaises est le plus souvent limité (Charreaux et Pitol-Belin, 1990). La place dominante de l'État actionnaire rend ce rôle encore plus réduit dans les entreprises publiques. Par ailleurs, il faut rappeler que les conseils des entreprises publiques présentent certaines particularités fixées par la loi de juillet

---

<sup>14</sup> Cet argument a cependant parfois été retourné en prétendant que le statut public permettait, au contraire, de faciliter les ajustements de personnel en neutralisant plus facilement les syndicats, en offrant des possibilités de sortie plus confortables aux salariés, dont le coût est supporté par la collectivité. Ainsi, le rapport Griotteray (1994) va jusqu'à qualifier la politique du secteur public de « désindustrialisation salariale » (p. 22) au vu de l'importance de l'ajustement des effectifs dans les entreprises publiques. Denis-Judicis et Petit (1998, p. 37) rappellent que 130 000 emplois ont été perdus de 1983 à 1993 par Bull, Aérospatiale, Renault, Usinor-Sacilor, Thomson et Péchiney, soit une baisse de 36 %, alors que, simultanément, l'emploi dans le secteur industriel ne baissait que de 11,5 %. Une réponse tranchée est cependant difficile en l'absence d'une étude précise comparant les politiques d'emploi dans le secteur privé et le secteur public.

<sup>15</sup> Cette propension de l'actionnaire public à prendre davantage de risque n'a pas que des inconvénients. Elle peut faciliter le financement d'activités fortement innovatrices. Même aux États-Unis, de nombreuses innovations n'ont pu se développer, tout au moins au départ, que grâce aux financements publics, notamment liés à l'effort de défense.

1983, relative à la « démocratisation du secteur public ». Si le capital est majoritairement contrôlé par l'État, le président du conseil est nommé par décret parmi les administrateurs et sur leur proposition. La composition du conseil évolue, selon les cas, entre une composition égalitaire tripartite (les représentants de l'État ou le cas échéant des autres actionnaires, les personnalités « qualifiées » nommées par décret et les représentants élus des salariés) et une composition attribuant un tiers des sièges aux représentants élus des salariés, les autres membres étant désignés selon le droit commun, sous réserve de la nomination par décret des représentants de l'État. Ainsi, le contrôle public s'accompagne de l'obligation d'avoir simultanément des représentants élus des salariés et des représentants de l'État nommés par décret. Le fonctionnement du conseil est soumis également à des règles particulières concernant la durée des mandats et les possibilités de renouvellement et de révocation ; en outre, les administrateurs représentant l'État ne reçoivent pas de jetons de présence.

Au-delà de l'argument lié à l'intervention directe de l'État actionnaire, deux principaux arguments sont avancés pour justifier le rôle plus mineur<sup>16</sup> que jouerait le conseil d'administration dans les entreprises publiques ; d'une part, la nomination du président du conseil par l'actionnaire dominant sous forme de décret, d'autre part, la présence des salariés, qui restreindrait la liberté des débats en raison des problèmes de confidentialité. L'étude du fonctionnement du conseil d'administration du Crédit Lyonnais, au travers des dépositions effectuées devant la commission d'enquête, montre, cependant, que certains administrateurs, notamment les représentants de l'État et des salariés, avaient alerté les autorités politiques et qu'*in fine* la responsabilité de la crise était en partie imputable à ces dernières, de par leur refus d'intervenir.

Les arguments permettant de conclure à une moindre grande efficacité du système de gouvernance des entreprises publiques ne manquent donc pas. Mettre en évidence les limites de ce système de gouvernance n'implique pas pour autant que celui des entreprises privées

---

<sup>16</sup> Aucune étude ne permet cependant de confirmer ce caractère mineur. Charreaux et Pitol-Belin, dans l'étude qu'ils ont conduite pour Peat-Marwick, en 1987, ont recueilli un certain nombre d'informations sur les conseils de plusieurs entreprises publiques (Suez, Paribas, Société Générale, Crédit Lyonnais, Bull et le GAN). Comparativement aux sociétés privées cotées, ces informations permettent de conclure que la taille moyenne des conseils est plus élevée (17 contre 10) en raison des obligations légales, qu'ils se réunissent plus souvent (8,5 réunions annuelles contre 4,5) et que la durée des réunions est plus longue (au moins 3,5 en moyenne contre 2,5). Aucun des Présidents répondants ne considère que le conseil n'est qu'une simple chambre d'enregistrement (contre 25% pour les sociétés privées). À l'instar des Présidents des sociétés privées, ils considèrent que le conseil est principalement un garde-fou. L'ensemble des réponses apportées ne permet pas, par ailleurs, de conclure que le rôle du conseil dans les entreprises publiques soit significativement différent de celui qu'il tient dans les sociétés privées. Les déclarations de J.Y. Haberer devant la Commission d'enquête de l'Assemblée nationale ne permettent pas non plus d'établir que le conseil du Crédit Lyonnais fonctionnait moins bien que la plupart des conseils des sociétés françaises privées cotées.

fonctionne parfaitement. Le système de gouvernance public présente toutefois, comparativement, deux défauts particulièrement importants. D'une part, tout en laissant une latitude relativement importante aux dirigeants, il les soumet à des contraintes politiques, à des objectifs contradictoires et à une menace quasi-permanente d'éviction non nécessairement liée aux performances réalisées, comme l'ont montré de nombreux exemples. D'autre part, il incite à une prise de risque excessive alors que, simultanément, les mécanismes permettant de réagir aux crises semblent plus rigides et lents à se déclencher. Sous cet angle, les entreprises publiques ont simultanément un handicap pour appliquer leur stratégie (notamment financière) et pour prévenir et résoudre les crises. L'argument de l'insuffisance de flexibilité stratégique est repris également par Schmidt (1993, p. 82) : une majorité des Présidents des entreprises publiques auraient été favorables aux privatisations afin de pouvoir mettre en œuvre, notamment sur le plan financier, leur stratégie de développement internationale.

Souligner ces limites de la gouvernance publique n'exclut pas que les entreprises publiques puissent réaliser une performance jugée satisfaisante, à court et moyen terme, notamment en période de conjoncture favorable. Ainsi, le redressement des résultats des entreprises publiques, pendant une bonne partie de la décennie 80, montre que la gestion publique peut aboutir à des résultats positifs, ce qui, bien entendu, ne permet pas de conclure que la gestion privée n'aurait pas été plus efficace dans les mêmes circonstances<sup>17</sup>... Il est vraisemblable que l'infériorité du système de gouvernance public soit contingente à la conjoncture et au contexte sectoriel et que ses handicaps soient plus particulièrement apparents dans les secteurs déréglementés, « globaux » ou nécessitant des adaptations rapides.

Par ailleurs, sans reprendre le détail de l'argumentation développée, la défense des entreprises publiques s'appuie souvent sur leurs effets macroéconomiques (objectifs de redistribution et de stabilisation) plutôt que sur l'efficacité microéconomique. Si une réponse définitive à cet argument est hors de notre propos, nous pouvons cependant nous interroger sur ces effets, que ce soit pour réfléchir à une mesure de l'efficacité moins restrictive que la valeur actionnariale ou, encore, pour analyser la configuration et l'évolution des systèmes de gouvernance nationaux. Ainsi, il est difficile de comprendre le système français de gouvernance et le degré d'efficacité des entreprises qu'il conditionne, sans appréhender le rôle central qu'y ont longtemps tenu les entreprises publiques. En particulier, elles ont

---

<sup>17</sup> Une hypothèse plausible, au vu des arguments invoqués, est que les entreprises publiques, en période favorable, soient mieux à même de réaliser des performances supérieures (hors ajustement pour le risque), en raison des risques plus importants qu'elles prendraient. Inversement, dans les conjonctures peu ou moyennement favorables, les niveaux de performance seraient inférieurs à ceux des entreprises privées.

vraisemblablement fortement influencé les caractéristiques de stabilité et de réactivité de ce système et il est possible que la réduction actuelle du secteur public français (et des autres secteurs publics nationaux) puisse s'expliquer par la plus grande difficulté, liée à la mondialisation, à créer ou à maintenir des espaces économiques nationaux relativement étanches. Cet aspect est intimement lié à la question actuelle de l'éventuelle convergence des différents systèmes nationaux de gouvernance.

## **1.2. L'historique des privatisations**

L'histoire des privatisations françaises a été scandée par le rythme des changements politiques liés, soit aux élections présidentielles, soit aux changements de gouvernement entraînés par les résultats des élections législatives. Si, à l'origine, les attitudes de la Droite et de la Gauche à l'égard des privatisations pouvaient apparaître opposées, les contraintes économiques et le réalisme politique ont fini par rapprocher les points de vue et, de fait, depuis 1986, le programme de privatisation s'est poursuivi, plus ou moins régulièrement. Les gouvernements de Gauche ont continué la politique de privatisation, soit de façon déguisée pendant la période dite du « ni ni » (ni nationalisation, ni privatisation) de 1988 à 1993, soit de façon très « officielle » depuis 1997 : le montant des recettes obtenues par les privatisations ces trois dernières années a été supérieur à l'ensemble des fonds recueillis au cours des périodes précédentes<sup>18</sup>.

### **1.2.1. Le programme de 1986**

Le programme de privatisation de 1986 a été entrepris par le Gouvernement Chirac, lors de la cohabitation du premier septennat Mitterrand, de 1986 à 1988. Ce premier programme exclut les services publics, les entreprises stratégiques telle Air France et les entreprises financièrement précaires. Le programme initial<sup>19</sup> (loi du 6 août 1986) retient 65 entreprises privatisables (en fait, 1 454 en comptant les filiales) sur cinq ans, dont 41 relevant du secteur bancaire (nationalisées entre 1945 et 1982), 13 du secteur des assurances (nationalisées en 1946), 8 du secteur industriel (nationalisées en 1982) et 2 du secteur des communications (Havas et TF1). Ces entreprises sont rattachées à 28 groupes, leur valeur est

---

<sup>18</sup> L'OCDE note (2000, p. 48) que sur la période 1996 à 1999, le programme de privatisation français a produit davantage de recettes qu'entre 1986 et 1996. Selon L'Express (5 octobre 2000, p. 174), depuis 1997, les privatisations ont rapporté 180 Mds F contre 130 Mds F entre 1993 et 1997.

<sup>19</sup> Bancel (1995, p. 30).

comprise entre 200 et 300 Mds F (Wright, p. 120 ; Bancel, p. 30) et elles emploient près de 750 000 salariés.

De novembre 1986 à janvier 1988, 12 sociétés ont été privatisées par appel public à l'épargne<sup>20</sup>. En comptant les filiales<sup>21</sup>, en fait 1 100 sociétés employant près de 500 000 salariés ont été privatisées. Il faut également ajouter à ces privatisations effectuées par appel public à l'épargne, d'une part, la cession de 11 % du capital d'Elf Aquitaine, d'autre part, la privatisation par décret de la société issue de la réunion de la Mutuelle générale française accidents et de la Mutuelle générale française vie. Le mouvement de privatisation a finalement été interrompu par le krach boursier d'octobre 1987, qui a précédé la réélection de F. Mitterrand en 1988.

Après la première vague de privatisations, le secteur public ne représentait plus que 1,35 millions de salariés, c'est-à-dire 7,2 % de l'emploi salarié total contre respectivement 1,86 millions en et 10,4 % en 1985.

### **1.2.2. La période du « ni-ni » 1988-1993 et les « respirations » du secteur public**

Alors qu'en principe la politique du ni-ni aurait dû laisser le périmètre du secteur public inchangé après le retour de la Gauche au pouvoir en 1988, les aménagements du cadre réglementaire laissaient aux entreprises publiques une certaine marge de manœuvre qui leur a permis de faire évoluer sensiblement leur périmètre d'activités. Ainsi, entre 1988 et 1991, le nombre d'entreprises publiques est passé de 2 000 à 2 600 et le nombre de salariés de 1 355 000 à 1 763 000<sup>22</sup> (Chabanas et Vergeau, 1996, p. 3 ; Goldstein, 1996, p. 1315). Griotteray (p. 17) rapporte que de 1988 à 1993, 421 opérations de « respiration » sont intervenues ; le chiffre d'affaires concerné étant proche de 100 Mds F et les effectifs impliqués de l'ordre de 110 000 personnes.

---

<sup>20</sup> Successivement Saint Gobain (novembre 1986), Paribas (janvier 1987), Sogéna (mars 1987), la Banque du Bâtiment et des Travaux Publics-BTP (avril 1987), la Banque Industrielle et Mobilière Privée-BIMP (avril 1987), le Crédit Commercial de France-CCF (avril 1987), Havas (mai 1987), la Compagnie Générale d'Electricité-CGE (mai 1987), la Société Générale (juin 1987), TF1 (juin 1987), la Compagnie Financière de Suez (octobre 1987), Matra (janvier 1988) ; source Bancel (1995, p. 31). Précisons que Havas a été privatisée dans le cadre de la loi relative à la communication du 30 septembre 1986.

<sup>21</sup> Il faut préciser (Vauplane, p. 54) que selon la loi de juillet 1986, une loi est exigée pour privatiser deux catégories d'entreprises, celles dont l'État détient directement plus de la moitié du capital social (entreprises publiques de premier rang) et les entreprises qui sont entrées dans le secteur public en raison d'une loi. Pour les autres entreprises, le passage au secteur privé pouvait se faire de façon plus souple de façon à permettre une « respiration » du secteur public. Pour les entreprises les plus importantes, un décret était nécessaire et, pour les moins importantes, une déclaration préalable au Ministère de l'Économie et des Finances suffisait.

<sup>22</sup> Pour la seule année 1992, Bancel (p. 33) note que 450 entreprises sont entrées dans le secteur public alors que simultanément 300 en sortaient. Il précise également que de 1988 à 1992, les effectifs du secteur public ont diminué de 2,5 %.



Au-delà des opérations consistant à faire varier le périmètre d'activités, les contraintes financières ou stratégiques ont conduit également à procéder à un certain nombre de privatisations partielles<sup>23</sup> touchant notamment Rhône-Poulenc, le Crédit Local de France, Elf Aquitaine et Total. Précisons également qu'afin de permettre le financement par appel au marché financier ces entreprises se sont vues reconnaître la possibilité de lever des capitaux par émission de titres participatifs ou de certificats d'investissements, titres présentant la caractéristique de permettre la collecte de fonds sans modifier le contrôle de la société. Les capitaux réunis au moyen de ces titres hybrides, relativement coûteux en raison de leurs caractéristiques (complexité et faible liquidité), ont représenté un montant supérieur à celui des dotations en capital effectuées par l'État sur la même période (Bancel, p. 33 ; Griotteray, p. 39-41).

### **1.2.3. Le second programme de privatisations de 1993**

Le retour de la Droite au pouvoir en mars 1993, avec le Gouvernement Balladur et la seconde cohabitation, a entraîné la réactivation officielle du programme de privatisations. La loi de privatisation de juillet 1993 renforce les mesures législatives prises en 1986 en les adaptant aux nouvelles conditions économiques et en visant à corriger leur manque de transparence (Vauplane, 1995, p. 49 ; Rapport COB, 1993, p. 105). Contrairement au cadre législatif de la première vague de privatisation qui prévoyait une date limite (le 1<sup>er</sup> mars 1991), la nouvelle loi instaure un cadre permanent pour mettre en œuvre les privatisations.

Le programme prévoit outre la privatisation d'un certain nombre de sociétés inscrites dans le programme de 1986, qui n'avait pu être réalisée<sup>24</sup>, l'inscription de nouvelles entreprises privatisables<sup>25</sup> dont certaines relèvent de régimes législatifs particuliers. À côté des sociétés expressément mentionnées, le gouvernement est habilité à procéder à la privatisation des holdings de l'État ayant pour objet de détenir des participations dans ces sociétés, et à celle de leurs sociétés filiales qui seraient entrées dans le secteur public par la voie législative.

---

<sup>23</sup> Wright (1993, p. 130) chiffre à 48 Mds F le montant des recettes associées à ces privatisations partielles. Ces capitaux ont en partie été utilisés pour doter en capital les entreprises publiques et pour financer la lutte contre le chômage. Selon Griotteray (p. 42-44), cette période a également été marquée par un certain nombre de nationalisations déguisées, concernant par exemple Framatome ou UTA.

<sup>24</sup> AGF, GAN, UAP, Bull, Thomson SA, Banque Hervet, Crédit Lyonnais, BNP, Péchiney, Rhône-Poulenc, Elf-Aquitaine et Société Marseillaise de Crédit (Vauplane, p. 51).

<sup>25</sup> Aérospatiale, Air France, Caisse centrale de réassurance, CNP, Cie Générale Maritime, Renault, Seita, Snecma, Usinor Sacilor (Vauplane, p. 51).

Comme le précise Goldstein (p. 1318), de nombreuses restructurations préalables ont eu lieu afin de faciliter la mise sur le marché des privatisables. En dehors des changements de dirigeants usuels en ces circonstances, qui semblent d'ailleurs obéir davantage à des considérations politiques que de performance, les entreprises destinées à être privatisées ont réduit leurs effectifs et réaménagé leurs portefeuilles d'activités. Celles qui étaient le plus en crise (Air France, Bull, Crédit Lyonnais...) ont reçu des soutiens financiers sous différentes formes de façon à assainir leur situation. En fait, le souci de l'État de ne pas brader son patrimoine, l'a conduit à opérer des restructurations préalablement à la privatisation. Cet aspect ne doit pas être perdu de vue lorsqu'on cherche à apprécier l'incidence des privatisations sur l'efficacité économique des entreprises, car il implique que le redressement de la rentabilité peut précéder la privatisation. Paradoxalement, au vu des arguments d'efficacité avancés pour justifier la privatisation, il signifie aussi que le redressement peut être effectué sous mandat public.

Avant le retour de la Gauche au pouvoir<sup>26</sup> en 1997, avec le gouvernement Jospin, les privatisations effectuées ont notamment porté sur la BNP (octobre 1993), Rhône-Poulenc (novembre 1993), Elf Aquitaine (février 1994), l'UAP (avril 1994), Renault (novembre 1994), SGS-Thomson (décembre 1994), la Seita (février 1995), Usinor Sacilor (Juillet 1995), Péchiney (décembre 1995), les AGF (mai 1996) et Bull (mai 1996). La mise en œuvre du programme a rencontré un certain nombre de difficultés en raison notamment des fluctuations du marché boursier. Dans certains cas, une partie importante du capital était déjà sur le marché, par exemple, pour Elf Aquitaine dont l'État ne détenait plus que 51 % avant la privatisation de 1994. Pour certaines sociétés, la privatisation s'est faite en plusieurs fois. Enfin, le degré de privatisation varie ; ainsi l'État conserve une majorité du capital de Renault.

#### **1.2.4. Les privatisations depuis 1997 et l'évolution de la situation des privatisées**

Le retour de la Gauche au pouvoir en 1997 n'a pas conduit à l'abandon des privatisations. De façon pragmatique, notamment en fonction des impératifs de stratégie industrielle des entreprises ou des engagements pris au niveau européen, les privatisations se sont poursuivies.

En octobre 1997, 22,5 % des actions de France Télécom (la plus importante des privatisations) ont été cédées au privé. Cette première tranche de capital offerte au marché allait être suivie d'une seconde en novembre 1998, ramenant la part du capital détenue par

---

<sup>26</sup> Les élections présidentielles de 1995 ayant conduit J. Chirac à la présidence de la République.

l'État à 62 % ; enfin, 10 % du capital de Wanadoo, filiale de France Télécom, ont également été introduits en bourse en 2000. La privatisation de Thomson s'est également poursuivie à travers Thomson-CSF, STMicroelectronics et Thomson Multimedia. La privatisation d'Aérospatiale s'est faite par la cession de 30 % des actions à Matra et par l'offre de 20 % des actions au public : la part de l'État dans le capital d'Aérospatiale Matra passe en juin 1999 de 64,7 % à 44,7 %. 22 % du capital d'Air France ont été cédés en février 1998, l'État conservant le reste du capital. Les privatisations ont également continué dans les secteurs de la banque et des assurances avec le Crédit Lyonnais, la cession du GAN à Groupama, celles du CIC au Crédit Mutuel<sup>27</sup> et de la Marseillaise de Crédit à une filiale du CCF<sup>28</sup>. Fin septembre 2000, le portefeuille de l'État reste encore substantiel ; il s'élèverait à 638 Mds F<sup>29</sup>. Enfin, il faut souligner que la nouvelle vague de privatisations a touché également, à l'instar de ce qui s'est passé dans de nombreux pays étrangers, certains secteurs fortement régulés, comme les télécommunications et le transport aérien, épargnés auparavant.

Depuis la date de leur privatisation, une proportion non négligeable de sociétés privatisées a fait l'objet d'acquisitions ou de fusions. Ainsi, l'UAP a été reprise par Axa, les AGF par le Groupe allemand Allianz, Suez par la Lyonnaise des Eaux, Paribas par la BNP, Péchiney par le Groupe APA (Alcan Pechiney Alcoa). Rhône Poulenc a fusionné avec Hoechst pour constituer Aventis, et Elf Aquitaine a été repris par Total Fina. Ces mouvements importants de restructuration, qui se sont déroulés dans des contextes très différents, ne doivent pas conduire à conclure hâtivement<sup>30</sup> que les firmes privatisées éprouvent systématiquement des difficultés à s'adapter à leur nouveau système de gouvernance. Rappelons qu'un des motifs des privatisations était d'accroître la latitude des dirigeants des firmes privatisées. De nombreuses restructurations ne résultent pas d'une sous-performance d'une entité existante, à un moment donné, mais de l'opportunité stratégique d'opérer des

---

<sup>27</sup> Les privatisations du GAN et du CIC sont particulières dans la mesure où elles ne se sont pas faites par cession sur le marché mais par passage sous le contrôle de groupes mutualistes.

<sup>28</sup> Précisons également que le Crédit foncier de France a été repris par le Groupe Caisse d'Épargne et que la privatisation de la Banque Hervet, nationalisée en 1982, est prévue pour fin 2000.

<sup>29</sup> Selon les chiffres indiqués par l'Express (5 octobre 2000, p. 174). L'État détient notamment encore 54 % d'Air France, 54 % de France Télécom, 44,2 % de Renault, 34 % de Thomson CSF, 35 % de Thomson Multimedia, 17,3 % de Bull, 15,5 % de Dassault Systèmes, 15 % d'EADS (European Aeronautic Defence and Space) et 2,5 % d'Altadis (ex-Seita).

<sup>30</sup> Ce que semblent faire certains observateurs. Ainsi Leroy de Proxinvest (site internet – <http://www.oecd.org/>, présentation « Looking at the French Privatized Companies – Corporate Governance : not Yet Superior ») n'hésite pas à imputer le fait que les privatisées soient des cibles à des défaillances des dirigeants (manque d'objectifs entrepreneuriaux ou de culture « privée » au sommet) ou du système de gouvernance (organisation du marché des dirigeants, manque de culture actionnariale...). Les arguments présentés qui permettent d'aboutir à une telle conclusion sont relativement peu étayés, et surprennent au vu de la performance réalisée par les privatisées.

regroupements pour créer davantage de valeur dans une perspective dynamique, en modifiant l'ensemble des opportunités productives. Les modifications des systèmes de gouvernance induites par les privatisations facilitent ces évolutions.

## **Deuxième partie – La privatisation vue comme évolution du système de gouvernance**

L'amélioration de la performance économique attribuée aux privatisations est souvent imputée aux modifications des systèmes de gouvernance qui les accompagnent. Ces modifications qui touchent tant les composantes externes qu'internes, sont censées agir d'une part, de façon traditionnelle, en accentuant les pressions disciplinaires sur les dirigeants, d'autre part, et de façon plus positive, en accroissant la latitude dont ils disposent, que ce soit en matière de décisions stratégiques ou financières. Selon ce schéma de causalité, ce ne sont pas tant les transformations formelles des systèmes de gouvernance, survenant à la suite des privatisations, qui importent, que la façon dont elles influencent la formation de la performance ou, dans le langage actuel, la création de valeur.

### **2.1. Les évolutions des mécanismes externes de gouvernance**

Les composantes externes des systèmes de gouvernance comprennent principalement l'environnement législatif et les différents marchés (marchés des biens et services, marché financier, marché des dirigeants, marché des salariés...). On peut leur ajouter d'autres éléments, relativement flous, de nature culturelle, telle que l'attitude nationale vis-à-vis des entreprises ou du marché financier. Ainsi, Schmidt (1993, p. 89) montre, en s'appuyant sur des enquêtes d'opinion réalisées par la Sofres, que l'attitude de l'opinion française, vis-à-vis de la liberté d'entreprise et du rôle de l'État, s'est complètement inversée entre 1978 et 1986, devenant très favorable à l'entreprise.

#### **2.1.1. L'influence des privatisations sur le marché financier**

Le marché financier constitue un mécanisme de gouvernance grâce à sa fonction de mesure de performance, « objective » et continue, et au rôle qu'il peut jouer en facilitant les prises de contrôle hostiles.

Un des arguments idéologiques les plus employés pour justifier la privatisation a été la création d'un actionnariat populaire. Au-delà de son aspect idéologique, on peut considérer que la constitution d'un tel type d'actionnariat représente une condition nécessaire à la création d'un marché actif. L'impact de la privatisation sur la formation d'un tel marché a été particulièrement sensible. Ainsi de 1985 à 1995, la capitalisation boursière rapportée au PIB

est passée de 12 % à 30 %, pour atteindre 110 % fin 1999. De même, le volume de transactions a très significativement augmenté ; il a été multiplié par onze entre 1982 et 1993 et par plus de 7 sur les 10 dernières années. Cet accroissement est vraisemblablement corrélé à la hausse du nombre d'actionnaires qui est passé de 760 000 en 1978 à 6 millions en 1994 (Juvin, 1995, p. 91). À chaque vague de privatisations, le nombre d'actionnaires individuels directs a connu une évolution significative passant de 1,7 million en 1982 à 6,2 millions en 1987. Après être revenu à 4,5 millions en 1991, il s'est remis à croître en 1994 avec la seconde vague de privatisations, revenant à 5,7 millions (Juvin, p. 96-97). Les fluctuations importantes du nombre de petits actionnaires sont liées aux effets d'aubaine. De nombreux petits porteurs ont revendu leurs actions immédiatement de façon à réaliser rapidement une plus-value.

Cet effet d'aubaine est à la source d'une critique fréquemment adressée à la première vague de privatisations, celle d'une sous-évaluation trop importante et d'un bradage du patrimoine public. Ainsi Jenkinson et Mayer<sup>31</sup> (1988) estiment qu'après avoir pris en compte la décote habituelle, liée à l'introduction en bourse pour les sociétés privées, la décote propre au phénomène des privatisations<sup>32</sup> peut être estimée à 10 %. Selon une étude plus récente<sup>33</sup> (Levich et Huang, 1998) portant sur les deux vagues de privatisations, sur un échantillon de 14 privatisations françaises, le gain initial lié à l'introduction est de 9,5 % (Levich et Huang, tableau 5) alors que la prime habituelle pour les introductions privées est de 4,2 %. Elle serait sensiblement inférieure à celle de 17,7 % estimée pour les firmes britanniques privatisées. La surévaluation de la décote, liée à des considérations politiques, est d'ailleurs contestée par Levich et Huang. Ces derniers l'expliquent par les arguments habituels, notamment d'asymétrie d'information.

L'importance de la création d'un actionnariat populaire au sein du système de gouvernance est cependant contestable, puisque, rappelons-le, l'origine du débat sur la gouvernance, introduit par Berle et Means, était lié à un contrôle insuffisant des dirigeants dans les grandes sociétés par action à actionnariat dispersé. Un des avantages traditionnellement attribué aux formes non anglo-saxonnes de capitalisme est l'intensité du

---

<sup>31</sup> Cité par Goldstein (1996, p. 1314)

<sup>32</sup> Ces chiffres semblent inférieurs en moyenne à ceux caractérisant la vague de privatisations anglaise, selon les données réunies par Megginson (2000).

<sup>33</sup> On peut également mentionner l'article de Dewenter et Malatesta (1997). Ces auteurs trouvent une rentabilité moyenne allant de 11,4 % (rentabilité sur un jour) pour un échantillon de 10 firmes privatisées françaises, alors que cette rentabilité pour les introductions en bourse des entreprises privées est de 4,2 %. Leur conclusion (p. 1677) est qu'on ne peut conclure que la rentabilité des privatisations soit significativement différente de celle des introductions en bourse des entreprises privées.

contrôle exercé sur le dirigeant par le ou les actionnaires dominants ; la contrepartie est le risque que ces derniers s'enrichissent aux dépens des petits porteurs. Il est d'ailleurs significatif qu'aujourd'hui le débat sur la gouvernance, y compris aux États-Unis, se soit déplacé de la première préoccupation vers la seconde, vraisemblablement en raison du mouvement de reconcentration du capital qui s'est produit dans les principaux pays et des spoliations qui sont intervenues lors des privatisations effectuées dans les pays de l'ancien bloc communiste.

Pour revenir aux privatisations françaises, lors de la première vague de privatisations, la restructuration du capital des privatisées a obéi à d'autres préoccupations que la seule création d'un capitalisme populaire, en particulier celle de sauvegarder « l'intérêt national » (Vauplane, p. 59). Ce souci a conduit à introduire différents mécanismes de sauvegarde : l'action spécifique (l'équivalent de la *golden share* anglo-saxonne), la possibilité de s'opposer aux prises de participation supérieures à 5 % émanant de l'étranger dans certains secteurs et la limite plus générale de 20 % pour la cession à des non-résidents. Ce dernier seuil a été aboli ultérieurement en 1996.

L'« action spécifique », instaurée par la loi sur les privatisations de 1986, permet à l'État de protéger les intérêts de la Nation. Cette protection prend plusieurs formes. Premièrement, l'État a un droit d'agrément préalable en cas de franchissement de certains seuils exprimés en pourcentage de détention du capital ou des droits de vote. Deuxièmement, il acquiert le pouvoir de nommer un ou deux représentants, sans voix délibérative, au conseil d'administration ou au conseil de surveillance. Troisièmement, il dispose d'un droit de veto sur les cessions de certains actifs. Enfin et quatrièmement, il peut sanctionner ceux qui ont acquis des participations dans des conditions irrégulières, en les privant du droit d'exercer leurs votes ou en les obligeant à céder leurs titres. L'action spécifique, d'une durée limitée à cinq ans dans la loi de 1986, revêt un caractère permanent dans la loi de 1993, mais la possibilité de convertir à tout moment l'action spécifique en action ordinaire subsiste.

Au-delà de l'action spécifique, et dans les secteurs particuliers de la santé, de la sécurité et de la défense, l'État peut s'opposer aux projets de prises de participations supérieures à 5 %, entrepris par des personnes de nationalité étrangère ; cependant, cette disposition, relativement redondante avec l'action spécifique, n'a pas été utilisée. Enfin, le pourcentage de capital cédé à des investisseurs étrangers ne peut excéder 20 % (cette limite porte sur les titres acquis et non sur les titres détenus), cette disposition ne concernant cependant, ni les investisseurs de la Communauté Européenne, ni la part qui leur est réservée lors des privatisations partielles. Des dérogations à cette règle sont également possibles

lorsque la cession du capital intervient dans le cadre d'un accord de coopération (Vauplane, p. 61-62).

Si la recomposition du capital des sociétés privatisées a été conditionnée par le souci de préserver l'intérêt national, d'autres considérations sont également intervenues pour la mettre en œuvre, notamment sous la forme de « noyaux durs » ou de « groupements d'actionnaires stables » (GAS). Les motifs principalement invoqués étaient d'éviter une trop grande dispersion du capital de façon à empêcher qu'une vague d'OPA hostiles, notamment d'origine étrangère, puisse se déclencher ou encore de faire émerger, *via* l'instauration d'un système de participations croisées, des pôles industriels et financiers puissants (Denis-Judicis et Petit, p. 52) à l'instar de ceux qui existent dans les systèmes économiques allemands ou japonais. D'autres interprétations, non économiques, ont également été données à cette organisation du capital des privatisées, fondées soit sur des considérations politiques – le contrôle exercé par le parti au pouvoir –, soit sur des considérations claniques – la mainmise d'une oligarchie de hauts dirigeants sur le système économique grâce notamment aux croisements de postes d'administrateurs. La constitution des noyaux durs a conduit à attribuer à chacune de leurs composantes un pourcentage<sup>34</sup> du capital compris entre 0,5 et 5 % et, aux groupements proprement dits, un pourcentage situé entre 18,2 et 30 % (Goldstein, p. 1315). La constitution des noyaux durs s'est faite par l'intermédiaire de ventes de gré à gré à des prix incluant une prime de contrôle<sup>35</sup>, le plus souvent assez faible (2,5 % pour Paribas), mais parfois très élevée (73 % pour TF1). Les critiques adressées à la pratique des noyaux durs mis en place lors de la première vague de privatisations, ont entraîné des mesures législatives visant à briser ces noyaux, notamment l'adoption de la loi de juillet 1989 qui levait, de façon rétroactive, les engagements d'inaliénabilité des titres ou l'obligation d'un accord préalable du conseil d'administration lors de la cession des titres (Vauplane, p. 65). La loi de 1993 prévoit un cahier des charges pour les participants au GAS imposant d'une part, un droit de préemption – l'acquéreur s'engage à céder prioritairement ses titres aux autres membres du groupement –, d'autre part, l'inaliénabilité temporaire, pour une durée maximale de deux ans, des actions (Vauplane, p. 66).

La signification de la pratique des noyaux durs, du point de vue de la gouvernance, est ambiguë. D'une part, elle facilite le contrôle des dirigeants en évitant que l'actionnariat ne soit trop dispersé ; la stabilité du noyau permet également en principe aux dirigeants de ne pas

---

<sup>34</sup> Des pourcentages voisins sont cités par Denis-Judicis et Petit (p. 52). Des exemples de composition de noyaux durs peuvent être trouvés dans Bancel (p. 40), Juvin (p. 118) ou Goldstein (p. 1327).

<sup>35</sup> Des chiffres sont cités dans Goldstein (p. 1315), Denis-Judicis et Petit (p. 53) et Griotteray (p. 100)

être trop soumis à des pressions court termistes. D'autre part, elle réduit la pression du marché des prises de contrôle et peut conduire, en cas d'accord entre les dirigeants et les représentants des actionnaires des noyaux durs, à une prise en compte insuffisante des intérêts des petits porteurs. Le caractère pernicieux des noyaux durs ne doit cependant pas être trop exagéré. Le rôle disciplinaire joué par les offres publiques hostiles est de toute façon marginal, y compris aujourd'hui aux États-Unis où la législation protégeant les dirigeants a été renforcée (Davis et Useem, à paraître). Par ailleurs, contrairement à ce qui était craint, les noyaux durs n'ont pas constitué, sauf exception, un frein très important à la restructuration du capital des privatisées. Pour des raisons de rentabilité, notamment, les noyaux durs ont disparu<sup>36</sup> car, dans la plupart des cas, ils conduisaient à immobiliser des capitaux de façon infructueuse. En outre, au vu des très nombreuses restructurations qui ont impliqué des sociétés privatisées, on peut également conclure que le risque de rigidité, lié à la communauté d'intérêts censée assurer la collusion des principaux dirigeants, a semble-t-il été fortement surestimé. Le fait que les dirigeants des principales sociétés françaises soient fréquemment issus des mêmes viviers de formation ne signifie pas que la concurrence soit moins féroce<sup>37</sup> pour accéder aux postes de direction des plus grandes entreprises.

La restructuration de l'actionnariat des privatisées ne saurait être décrite de façon complète, cependant, sans évoquer les mesures prises pour développer l'actionnariat salarié lors des privatisations. Sans entrer dans le détail de ces mesures (Vauplane, p. 63-64) – souscription prioritaire, conditions préférentielles sous forme de rabais ou de délais de paiement, attribution gratuite d'actions, avantages fiscaux –, il faut constater que, dans certaines privatisées, le capital détenu par les salariés, leur attribue un pouvoir significatif, en raison de la structure relativement dispersée de l'actionnariat. Le rôle joué par les actionnaires-salariés de la Société Générale, lors de la tentative de prise de contrôle déclenchée par la BNP, représente un exemple de l'émergence de ce facteur dans les systèmes de gouvernance.

Pour conclure sur la place tenue par le marché financier dans le système de gouvernance des privatisées, on ne peut également ignorer le rôle joué par les investisseurs

---

<sup>36</sup> Fin septembre 1997, selon Morin (1998, p. 24) pour les entreprises du « cœur » financier français, souvent des privatisées, le profil-type de l'actionnariat était le suivant (noyau dur : 20,52 % ; personnel : 2,77 % ; OPCVM français 7,17 % ; compagnies d'assurance hors noyaux durs : 6,32 % ; capitaux publics : 5,86 % ; secteur mutualiste : 2,62 %). La disparition des noyaux durs a été progressive et s'est poursuivie, notamment à la suite des restructurations qui ont suivi les privatisations.

<sup>37</sup> Certains ouvrages (Routier, 1989 ; Ravaï, 1997), écrits par des journalistes économiques, témoignent de l'intensité de cette lutte, même si, bien entendu, les descriptions et les interprétations qu'ils contiennent doivent



institutionnels anglo-saxons qui occupent, souvent, une place importante au sein de leur actionnariat<sup>38</sup>. Leur influence est fonction notamment des normes de gouvernance qu'ils cherchent à imposer<sup>39</sup> et de leur politique d'investissement (Baudru et *al.*, 2000). Contrairement à ce qui est souvent affirmé, la politique de placement des grands fonds de pension américains, cependant, n'est pas court termiste : elle porte fréquemment sur des horizons à cinq ans, voire davantage.

Au total, la privatisation soumet les entreprises à la discipline des marchés financiers. Cette discipline, toutefois, contrairement à la vision simpliste qui prévaut parfois, n'est pas liée aux offres publiques hostiles, très rares, ni même aux exigences prétendument court termistes des fonds de pension anglo-saxons. Si le marché financier influe sur la gouvernance, notamment des privatisées, c'est vraisemblablement avant tout par la fonction d'évaluation<sup>40</sup> « objective » – au sens où la liquidité actuelle des marchés pour les grandes valeurs rend difficiles les manipulations et où les cours ne peuvent être contrôlés par les entreprises – qu'il remplit, et, de façon connexe, par les opportunités de financement de la croissance externe par échange de titres qu'il offre. Le marché intervient également par ses exigences en matière d'information comptable et financière. Même si les sociétés, une fois privatisées, gardent une certaine latitude en matière d'information comptable et d'habillage des comptes, cette latitude reste inférieure, semble-t-il, aux possibilités dont elles disposaient lorsqu'elles avaient le statut d'entreprise publique. Le cas du Crédit Lyonnais, à cet égard, est révélateur ; selon les dires de l'ancien Président, certains indicateurs fondamentaux de taille ou de résultat résultaient quasiment d'un accord de place et l'État avait eu, semble-t-il, une influence directe sur les comptes publiés (Charreaux, 1997, p. 45) et sur les avis rendus par les commissaires aux comptes.

---

être pris avec prudence. La vision d'une classe de dirigeants solidaires semble pour le moins contredite par la réalité.

<sup>38</sup> Morin (1998, p. 29 et p. 31) présente les pourcentages de capital détenus par les investisseurs étrangers en général (premier %) ainsi que par les fonds mutuels étrangers (deuxième %), fin 1997, dans le capital des sociétés françaises relevant du système des participations croisées et qui, sauf exception, sont des privatisées : Alcatel 40 %, 20 % ; Axa UAP 37 %, 7 % ; BNP 35 %, 15 % ; Elf 51 %, 12 % ; Générale des Eaux 42 %, 10 % ; Paribas 38 %, 9 % ; Société Générale 45 %, 11 % ; Suez Lyonnaise 39 %, 7 %. La part des fonds mutuels étrangers (p. 31) était également de 8 % pour les AGF, de 4 % chez Havas, de 9 % chez Saint Gobain et de 15 % chez Total. Un fonds comme Fidelity possédait notamment 10,04 % d'Alcatel et 5,14 % de Total.

<sup>39</sup> On peut consulter notamment sur le site internet de Calpers les exigences de ce fonds pour les entreprises françaises.

<sup>40</sup> Cette fonction influence également les systèmes d'incitation des dirigeants à travers la pratique des *stock options*.

### **2.1.2. L'évolution de la discipline exercée par les marchés des biens et services et par les marchés du capital humain**

La privatisation implique également, en principe, un accroissement de la discipline exercée tant par les marchés des biens et des services que par ceux du capital humain (dirigeants et salariés).

Le plus souvent, on attribue l'amélioration de l'efficacité des sociétés privatisées à deux effets : le changement des systèmes de gouvernance induit par la modification de la nature de la propriété ; l'éventuelle dérégulation des marchés auxquels s'adresse l'entreprise privatisée. Ces deux aspects, cependant, ne sont pas indépendants puisque la dérégulation modifie le système de gouvernance en accroissant la discipline concurrentielle. Dans le cas français, l'effet de la dérégulation est très inégal selon les secteurs. Si cet effet est particulièrement sensible dans le secteur des télécommunications, il est vraisemblablement plus faible dans le secteur financier où le degré de concurrence entre établissements était déjà très intense. La régulation associée au caractère public n'a pas toujours d'ailleurs un effet positif sur la rentabilité. On peut penser, toujours pour le secteur financier, par exemple, que les contraintes imposées par l'État, en matière de rémunération des ressources ou de statut du personnel, ont pesé lourdement sur la rentabilité bancaire. Le passage du statut public au statut privé ne signifie pas, de plus, l'abandon systématique de toute régulation. Ainsi, la régulation de l'activité bancaire, même si elle a connu des adaptations significatives, en termes d'alignement des conditions concurrentielles entre les différents réseaux, continue à peser sur l'exercice de la profession et peut réduire le gain d'efficacité attribué à la privatisation.

La discipline exercée par les marchés du capital humain est également influencée par le processus de privatisation. Si on considère le marché de l'emploi salarié, la privatisation entraîne des modifications sensibles. Les grandes entreprises publiques constituaient souvent des archétypes de « marchés internes » du travail, selon la terminologie de Doeringer et Piore (1971), l'essentiel des recrutements intervenant en début de carrière et la promotion se faisant principalement sur les critères d'ancienneté avec une garantie d'emploi à vie. Bien que le modèle du marché interne du travail ne soit pas spécifique au secteur public, la privatisation conduit à une plus grande flexibilité dans les recrutements, les déroulements de carrière et la mise en place de systèmes incitatifs. Bien entendu, ces évolutions se font de manière lissée et progressive. Par exemple, au sein de France Télécom, cohabitent désormais deux catégories de personnel aux statuts différents. La privatisation est une source d'efficacité dans la mesure où, notamment, elle permet d'attirer du capital humain qualifié en lui offrant des conditions

de rémunération compétitives, par exemple, sous forme de *stock options*, même si ces dernières concernent principalement les principaux dirigeants. Ainsi, dans le palmarès des plus-values estimées associées aux *stock options*, publié par le magazine l'Expansion (2000, p. 64), figurent de nombreuses sociétés privatisées (BNP-Paribas, Total Fina Elf, Alcatel, STMicroelectronics, Suez-Lyonnaise, Renault...).

Le mode de fonctionnement du marché des dirigeants des grandes entreprises françaises a souvent été critiqué pour son caractère clanique, les dirigeants de ces entreprises étant souvent issus des mêmes grandes écoles (Polytechnique, ENA...) et ayant fréquemment accompli une partie de leur carrière dans la fonction publique. Ce mode de recrutement est particulièrement prépondérant dans les entreprises publiques. Dans la perspective de l'efficacité allocative, un marché des dirigeants qui fonctionne bien est un marché qui permet de doter les entreprises des dirigeants leur permettant d'atteindre la meilleure performance économique. Un tel énoncé suppose *a priori* que le dirigeant détermine au moins en partie la performance, postulat qui peut être contesté ne serait-ce qu'en raison des rigidités structurelles, organisationnelles ou environnementales. Le lien entre l'origine des dirigeants et la performance économique n'a jamais été clairement établi. En particulier, sur un échantillon de 558 entreprises françaises cotées, sur la période 1966-1990, Pigé (1996) n'a pu identifier un lien significatif entre l'« atout », c'est-à-dire le facteur, ayant permis au dirigeant d'accéder au poste de dirigeant – atout « capital » lié à l'appui familial, atout « État » associé au réseau relationnel construit pendant la formation et le passage par la fonction publique, atout « carrière » fondé sur l'expérience professionnelle – et la performance de l'entreprise au cours du mandat du dirigeant<sup>41</sup>. De ces résultats on ne peut conclure que les dirigeants s'appuyant sur l'atout État sont moins performants. Une telle conclusion est d'ailleurs peu surprenante ; avant d'accéder au poste de président, ce type de dirigeant a généralement eu une expérience diversifiée au sein de différentes entreprises publiques ou privées, au-delà de l'expérience qu'il a pu acquérir au sein de l'administration publique. Ajoutons que plus la taille de l'entreprise est importante, plus l'atout État constitue le mode dominant pour accéder aux fonctions de dirigeant. Ainsi, en 1999, les deux-tiers des présidents des sociétés du CAC 40

---

<sup>41</sup> La performance a été mesurée par la performance boursière relative (par rapport au marché). Selon Pigé (1996) les modes d'accès à la fonction de Pdg se répartissent de la façon suivante : appui familial (19 %) ; atout État (19 %) et atout carrière 62 %. Il montre également que l'appartenance à la fonction publique, cinq ans avant d'accéder au poste de Pdg, ne concerne que 19 % des dirigeants s'appuyant sur l'atout État et 5 % des dirigeants s'appuyant sur l'atout carrière. Enfin, 61 % des dirigeants s'appuyant sur l'atout capital ont eu une expérience professionnelle au sein de l'entreprise avant de la diriger ; ce chiffre est de 24 % pour les dirigeants s'appuyant sur l'atout État et de 39 % pour ceux ayant eu recours à l'atout carrière.

étaient issus de Polytechnique ou de l'École Nationale d'Administration (Korn Ferry International, 1999, p. 25).

Au vu de ces derniers chiffres, compte tenu de la place dominante des privatisées dans le CAC40, on peut vraisemblablement conclure que le mode de recrutement des dirigeants français a été peu transformé par les privatisations. Bauer et Bertin-Mourot (1995, p. 13), en étudiant précisément les changements de dirigeants survenus lors des nationalisations et des privatisations de 1982 à 1994, confirment ce résultat. Celui-ci peut s'expliquer indépendamment des thèses « claniques » – la mainmise des réseaux sociaux ou politiques – le plus souvent avancées. Le marché des dirigeants est en fait un marché étroit aussi bien du côté de la demande que de l'offre. L'émergence des dirigeants, ainsi que leur détection, est un processus long et complexe en raison même de la nature même des tâches managériales et de l'ambiguïté du lien existant entre la performance et les compétences managériales. Les dirigeants actuels ont été formés il y a trente ans et le vivier des personnes aptes, ou identifiées comme telles, à diriger une grande entreprise, est limité. Si le marché des dirigeants est destiné à se transformer en raison du statut privé, cette évolution ne peut se faire que sur le long terme et sous l'influence, en particulier, de l'internationalisation tant des activités que du capital des entreprises ou encore de celle des cursus de formation ou des carrières professionnelles, notamment au sein des grands groupes. On peut, en outre, ajouter que la réduction de l'influence de l'État liée à la privatisation, le caractère attractif des systèmes de *stock options*, sont à terme des facteurs importants de transformation du marché des dirigeants dans la mesure où ils modifient sensiblement les paramètres intervenant dans le choix des carrières.

Le passage du public au privé semble induire un accroissement des pressions disciplinaires issues des composantes externes des systèmes de gouvernance. L'incidence des composantes externes ne se réduit pas cependant à cette incidence. Ce renforcement disciplinaire est également la contrepartie d'un accroissement de la latitude des dirigeants en matière de financement, de modification du périmètre d'activités, notamment à l'international, ou de gestion des ressources humaines.

## **2.2. Les évolutions des mécanismes internes de gouvernance**

Si la privatisation accroît le rôle des mécanismes externes, elle agit également sur les mécanismes internes qui encadrent les décisions des dirigeants. Certaines études (Catelin et Chatelin, 2001) montrent que la privatisation est suivie d'une modification de l'architecture organisationnelle interne, c'est-à-dire des systèmes d'allocation de décision et de contrôle

(mesure de performance et mécanismes incitatifs). De fait, tant l'ouverture de l'éventail des possibilités stratégiques que le renforcement des pressions externes, associés à la transformation des composantes externes des systèmes de gouvernance, entraînent également des modifications de l'architecture organisationnelle interne, qui doit s'adapter afin de profiter des opportunités offertes par la privatisation. Ainsi, la privatisation s'accompagne souvent d'une refonte des systèmes d'allocation des décisions (par exemple, sous forme d'une plus grande décentralisation), de rémunération (permettant d'indexer par exemple la rémunération sur la performance boursière) et d'évaluation de la performance. Ces adaptations conduisent également, sur le plan interne, à une reconfiguration de l'espace discrétionnaire des dirigeants, qui est contraint par la nouvelle architecture. L'investigation des liens entre systèmes de gouvernance et architecture organisationnelle interne n'est cependant que dans sa phase exploratoire, notamment pour les entreprises privatisées.

Le plus souvent, l'examen des systèmes internes de gouvernance se limite au mécanisme que représente le conseil d'administration, chargé en principe du contrôle direct des dirigeants. L'exemple déjà évoqué du Crédit Lyonnais a montré que cet organe jouait un rôle mineur dans la gouvernance des entreprises publiques. Dans la mesure où l'État est l'actionnaire dominant et où il dispose d'autres outils pour exercer son contrôle, ce rôle limité ne constitue pas nécessairement un défaut du système de gouvernance. Comme le montrent Charreaux et Pitol-Belin (1990), même dans les entreprises privées, le rôle et la composition du conseil d'administration évoluent en fonction de la structure de propriété. Charreaux (1991) met également en évidence que ce rôle est contingent à l'efficacité des autres mécanismes du système de gouvernance ; ainsi, l'indépendance du conseil d'administration, appréciée à travers sa composition (administrateurs internes contre administrateurs externes), ne semble avoir d'incidence sur la performance que pour les sociétés dans lesquelles il n'y a pas d'actionnaire dominant. Si on suit cette logique, la privatisation, en réduisant le pouvoir de l'actionnaire dominant – à supposer que le rôle accru des marchés ne permette pas de compenser les éventuelles pertes d'efficacité<sup>42</sup> liées à cette réduction –, devrait s'accompagner d'un accroissement du rôle du conseil d'administration et ce d'autant plus que la dispersion du capital est importante.

L'adoption du statut privé conduit à adopter les règles régissant le fonctionnement des sociétés commerciales, les sociétés françaises pouvant opter soit pour la forme unitaire du conseil d'administration, soit pour la forme duale directoire et conseil de surveillance. Les

sociétés privatisées font cependant l'objet d'une réglementation spécifique en matière de représentation des salariés et des salariés actionnaires. Ainsi, selon que le conseil d'administration (ou le conseil de surveillance) comporte un nombre d'administrateurs inférieur à quinze ou non, il doit inclure, selon le cas, deux ou trois membres représentant les salariés (cette représentation est facultative dans les sociétés non privatisées), un de ces membres représentant plus spécifiquement les salariés actionnaires. Les représentants des salariés sont élus par le personnel. Le passage du public au privé, ne serait-ce que pour des raisons de mise en conformité avec les textes légaux, a donc entraîné un renouvellement important des conseils d'administration. Par-delà ce renouvellement, les recommandations figurant dans le rapport Viénot<sup>43</sup> (1995), concernant le conseil d'administration des sociétés françaises, sont également à l'origine des adaptations des conseils d'administration en termes de composition et de fonctionnement.

Selon l'étude de Korn/Ferry International, les trois-quarts des sociétés du CAC40 appliquent désormais au moins partiellement les recommandations du rapport Viénot, or, près de la moitié de ces sociétés sont d'anciennes entreprises publiques. De fait, l'évolution des conseils d'administration constatée pour les principales sociétés françaises est en grande partie celle des conseils d'administration des sociétés privatisées<sup>44</sup>. Parmi les évolutions notables survenues ces dernières années, on peut remarquer un plus grand activisme du conseil (le nombre moyen de réunions annuelles aurait quasiment doublé<sup>45</sup> en cinq ans) et une plus grande formalisation du fonctionnement avec l'adoption fréquente de chartes, même si aucun processus formel d'évaluation de la performance des présidents ou des administrateurs n'a été mis en place. 90 % des conseils se sont dotés de comités spécialisés, en particulier de comités d'audit, de rémunération et de sélection.

---

<sup>42</sup> Cette réduction due à une plus faible surveillance est cependant contestable. On peut prétendre que l'accroissement de latitude peut permettre de générer des gains de valeur compensatoires.

<sup>43</sup> Le comité ayant établi le rapport Viénot était présidé par Marc Viénot, à l'époque Président de la Société Générale, et comprenait de nombreux Présidents de sociétés privatisées.

<sup>44</sup> L'étude réalisée par Leroy pour Proxinvest, dont on trouve le résumé sur le site internet de l'OCDE (voir note 30), donne les résultats suivants pour les sociétés privatisées comparativement à l'ensemble des sociétés du CAC 40 : nombre d'administrateurs (16 contre 14,5) ; nombre d'administrateurs non indépendants 12,2 ou 76 % contre 10,7 ou 74 % ; sociétés ayant des droit de vote doubles 33 % contre 72 % ; limitations des droits de vote : 21 % contre 25 % ; séparation directoire/conseil de surveillance : 12 % contre 27 % ; nombre de comités spécialisés : 1,96 contre 1,95. À l'exception des droits de vote doubles, moins présents dans les privatisées, les différences apparaissent peu significatives.

<sup>45</sup> Au vu d'autres études antérieures (Charreaux et Pitol-Belin, 1990, p. 175-176), cet accroissement semble d'ailleurs surévalué, voire contestable. Selon une enquête de 1987, portant sur un échantillon d'une centaine d'entreprises cotées, le nombre de réunions du conseil était en moyenne compris entre 4 et 5, et il était compris entre 5 et 6 pour les plus grandes entreprises.

Les conseils des sociétés, notamment lorsqu'il s'agit de privatisées, sont fortement dominés par les diplômés de Polytechnique et de l'École Nationale d'Administration (46 % pour l'ensemble des sociétés du CAC40). L'internationalisation des conseils, tout en progressant, reste faible (20 % d'étrangers). On peut également noter un accroissement important du nombre d'administrateurs dits « indépendants »<sup>46</sup> au sens du Rapport Viénot, c'est-à-dire n'ayant aucun lien d'intérêt, direct ou indirect, avec la société ; ils représenteraient désormais plus du quart des conseils. Il faut également remarquer que les cumuls de mandats d'administrateurs, tout en ayant diminué, restent fréquents (15 % des administrateurs détiennent 44 % des mandats) et que les croisements d'administrateurs sont également en forte réduction (15 cas de croisement ont été relevés concernant 5 % des sièges).

Ce renforcement du rôle du conseil d'administration, qui est destiné à s'accroître avec le rapport Viénot 2<sup>47</sup> et les mesures incluses<sup>48</sup> dans le projet de loi sur les « Nouvelles réglementations économiques », s'accompagne également d'une meilleure information des actionnaires, d'une évolution des systèmes de rémunération avec la quasi-généralisation des systèmes de *stock options* et également l'apparition, tout au moins dans les discours, de mesures de performance fondées sur la valeur actionnariale.

L'évolution des systèmes internes, vue à travers le conseil d'administration, conforte l'idée d'un renforcement du contrôle des dirigeants même s'il ne faut pas exagérer l'importance du rôle disciplinaire des conseils. Le conseil tient également d'autres rôles, de « conseil » (comme son nom l'indique), de réseau relationnel, qui dépassent la seule dimension disciplinaire. Il faut, en outre, souligner que les changements formels (le pourcentage d'administrateurs indépendants, le nombre de comités...) ne sont significatifs que s'ils s'accompagnent d'une efficacité fonctionnelle, liée à la façon dont le conseil assure ses missions, notamment en termes de prévention et de résolution des crises. Pour illustrer ce

---

<sup>46</sup> La notion d'administrateur indépendant ne se confond pas avec celle d'administrateur « externe », c'est-à-dire de non-membre du management. Au sens traditionnel de la notion d'administrateur externe, en raison de la limite du tiers imposée par la loi française sur le nombre de postes pouvant être attribués à des internes, les conseils d'administration français sont principalement composés d'administrateurs externes.

<sup>47</sup> Le rapport Viénot 2, publié en juillet 1999, toujours sous l'égide des organisations patronales, Cnfpf et Afep, est *a priori* plus ambitieux que le premier rapport puisqu'il s'intitule « Rapport sur le gouvernement d'entreprise » alors que le premier ne concernait que le conseil d'administration. Ce second rapport préconise notamment : (1) la flexibilité, c'est-à-dire le volontariat, en matière de séparation des fonctions de président et de directeur général ; (2) davantage d'information sur les rémunérations globales tout en s'opposant aux informations individualisées ; (3) un renforcement de la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil et de ses comités.

<sup>48</sup> Il s'agit notamment de la possibilité d'opter pour une séparation des fonctions de président et de directeur général, d'un renforcement des limites au cumul des mandats (au maximum cinq, y compris les mandats de représentation de personnes morales), et de l'obligation de publier les rémunérations perçues par les mandataires sociaux de façon individuelle.

dernier point, un administrateur peut être indépendant du seul point de vue des critères formels, pour un observateur extérieur, sans que son comportement au sein du conseil soit véritablement indépendant au sens fonctionnel, c'est-à-dire objectivement critique vis-à-vis du dirigeant. Cette difficulté à apprécier l'indépendance explique vraisemblablement le fait que les tests multiples qui ont tenté d'évaluer le lien entre la performance et la composition du conseil soient dans l'ensemble peu concluants<sup>49</sup> (Bhagat et Black, 1999).

L'évolution des systèmes de gouvernance, qui fait suite à la privatisation et qui apparaît tant au niveau des mécanismes externes qu'internes, laisse entrevoir de nombreuses voies par lesquelles la privatisation peut entraîner une amélioration de la performance, que ce soit en raison des dimensions disciplinaires ou des marges de manœuvre supplémentaires offertes aux dirigeants. L'amélioration de l'efficacité liée à la privatisation n'est cependant ni automatique, ni immédiate, ce qui peut expliquer les résultats ambigus de certaines études empiriques.

En premier lieu, les aménagements des systèmes de gouvernance ne conduiront à une plus grande efficacité que si, globalement, ils sont cohérents et s'ils induisent les changements internes nécessaires. Comme l'ont montré les privatisations effectuées dans les pays de l'ancien bloc communiste, il ne suffit pas d'introduire une entreprise en bourse pour qu'elle devienne immédiatement efficace, il faut simultanément, en particulier, que l'investissement des petits porteurs soit protégé légalement, que les dirigeants soient incités à prendre les bonnes décisions stratégiques et que l'ensemble de l'architecture organisationnelle soit modifié pour que la création de valeur ait un caractère durable.

En second lieu, de telles transformations demandent du temps, notamment si elles impliquent la formation d'une nouvelle élite dirigeante ou une évolution des attitudes des salariés envers certains types de systèmes incitatifs (par exemple, la variabilité et l'individualisation des rémunérations). La privatisation, au sens de la seule modification de la nature de la propriété, ne constitue le plus souvent qu'une condition nécessaire préalable à une plus grande efficacité. Si elle ne s'accompagne pas des aménagements organisationnels et institutionnels nécessaires, elle peut même induire des effets contraires aux objectifs initiaux, comme en témoignent certains exemples de privatisations effectuées dans les anciens pays du bloc communiste.

---

<sup>49</sup> Dans une étude portant sur les sociétés françaises cotées, Charreaux (1991, p. 546) trouvent notamment que cette influence est contingente à la structure de l'actionnariat et qu'elle est assez sensible à la mesure de performance retenue.



En troisième lieu, la privatisation n'est pas un événement instantané ; il s'agit d'un processus dont la dimension temporelle est assez longue, se déroulant souvent par étapes. Le processus commence avant la privatisation proprement dite, c'est-à-dire le passage de la propriété juridique entre les mains des investisseurs privés, par une restructuration préalable, impliquant parfois des compressions d'effectifs ou une recapitalisation, de sorte que la vente se passe dans de bonnes conditions et que l'État obtienne une recette satisfaisante. Dans certains cas, la privatisation s'accomplit en plusieurs étapes, par exemple, sous forme de plusieurs offres publiques de titres sur le marché. La frontière entre les statuts public et privé est, en outre, incertaine. Pour certaines privatisations, une partie du capital est déjà sur le marché ou aux mains d'investisseurs privés avant la privatisation proprement dite. Celle-ci n'est pas toujours totale, l'État pouvant conserver une part significative du capital ; il peut également garder une influence importante par la voie réglementaire (notamment par l'action spécifique), voire contractuelle, si l'activité implique de nombreux marchés publics.

Ces différentes remarques contiennent une critique implicite des études empiriques qui tentent d'évaluer l'efficacité des privatisations sur la seule base d'indicateurs quantitatifs, inaptes à rendre compte du caractère complexe et dynamique du processus. Seules des études qualitatives, fondées sur une approche clinique des processus organisationnels déclenchés par les privatisations, semblent à même de pallier cette lacune. Cela ne signifie pas pour autant que les études quantitatives perdent toute pertinence. Elles permettent d'une part, d'appréhender un certain nombre de dimensions ; d'autre part, leurs résultats souvent ambigus constituent autant de pistes de recherche à explorer par la voie qualitative.

### **Troisième partie – L'efficacité des privatisations françaises : une étude quantitative**

Si la littérature scientifique traitant de l'efficacité des privatisations est particulièrement abondante comme en témoignent les articles recensés dans Megginson et Netter (2000) et Villalonga (2000), aucune étude spécifiquement consacrée aux privatisations françaises ne semble avoir été réalisée<sup>50</sup>, ce qui peut paraître surprenant au vu de l'importance

---

<sup>50</sup> A la rigueur l'étude de Hamet et *al.* (1996) peut être considérée comme donnant des éléments permettant d'évaluer l'efficacité des privatisations effectuées. Cette étude porte sur la comparaison des performances boursières (mesure de rentabilité ajustée pour le risque et la liquidité) des entreprises cotées dites de « culture privée » (21 entreprises) et de « culture publique » (18 entreprises). Les entreprises de culture publique sont les entreprises pour lesquelles l'État exerce ou a exercé récemment une influence importante, soit comme actionnaire principal, soit en raison de la nature même des activités (marchés publics). Sur la période étudiée (1987-1995), la part de l'État dans les entreprises de culture publique passe de 31,6 % à 13 % ; dans l'autre groupe d'entreprises, elle passe de 13,2 % à 7 %. *Stricto sensu*, les entreprises de culture publique sont en fait des entreprises privées au sens juridique. À l'exception de deux d'entre elles (Cie Générale des Eaux et Lyonnaise des Eaux), il s'agit d'entreprises privatisées. Le test réalisé est cependant intéressant dans la mesure

du programme de privatisation français. Certes, les entreprises françaises privatisées sont présentes dans les études internationales, mais le plus souvent de façon très fragmentaire. Par ailleurs, en raison des problèmes posés, notamment, par la diversité des cadres juridiques et réglementaires, les particularités économiques nationales (par exemple, le niveau de développement ou la qualité de l'administration publique<sup>51</sup>), la comparabilité des cadres comptables, il est utile de compléter les études internationales par des études nationales qui permettent d'échapper au moins en partie à ces biais. On peut ajouter que les difficultés rencontrées au seul niveau national pour obtenir des données fiables, dans un des pays les plus développés de l'OCDE, laissent planer un doute sur la robustesse des résultats établis dans un cadre international, notamment lorsque les données portent sur des entreprises situées dans des pays n'appartenant pas à l'OCDE.

Comme le montrent les différentes revues de littérature, on peut rendre compte de l'efficacité des privatisations selon plusieurs démarches. Avant de présenter, dans le détail, celle que nous avons empruntée pour étudier l'efficacité des privatisations françaises et les résultats obtenus, nous allons tout d'abord rappeler les principales caractéristiques de ces démarches et justifier le choix que nous avons fait.

### 3.1. Quelle démarche pour évaluer l'efficacité ?

Les démarches utilisées pour évaluer l'efficacité peuvent être classées en fonction de quatre principaux critères : la mesure de l'efficacité, la dimension transversalité /longitudinalité, les effets temporels de la privatisation (statique/dynamique), la modélisation du lien privatisation/performance. La diversité des critères retenus explique également les

---

où il constitue une contribution à l'étude de l'influence de l'État sur la gestion. En tenant compte des ajustements liés au risque et à la liquidité, les auteurs concluent qu'il n'y a pas de différence significative entre les deux groupes d'entreprises. Leurs résultats permettent également de conclure que les privatisations partielles peuvent conduire à une efficacité comparable à celle des entreprises privées. Les rentabilités annuelles moyennes (non ajustées pour le risque et la liquidité) trouvées pour les privatisées sont les suivantes : Total 20,5 % ; Elf 17,6 % ; Thomson -0,15 % ; St Gobain 9,7 % ; Paribas 3,1 % ; CCF 14,6 % ; Alcatel 14,4 % ; Havas 14,3 % ; MMB/Lagardère 8,3 % ; Sté Générale 13,5 % ; Suez 2,9 % ; UAP 10,6 % ; Crédit Local de France 26,1 % ; Rhône Poulenc -9,5 % ; BNP -9 % ; Renault -11 %. Précisons que le ratio de Sharpe, un indicateur de rentabilité ajusté pour le risque, est en moyenne de 0,25 pour les entreprises de culture publique et de 0,47 pour les entreprises de culture privée. Cette différence n'est pas statistiquement significative ; en outre, l'avantage apparent des entreprises privées se réduit lorsqu'on prend en compte la liquidité supérieure offerte par les titres des entreprises publiques.

<sup>51</sup> Une des limites des études sur l'efficacité des privatisations réalisées dans un cadre international est qu'elles posent implicitement l'hypothèse que la gestion publique est également inefficace dans les différentes nations. Or, les caractéristiques des fonctions publiques ou des managers publics, que ce soit en termes de compétences, d'honnêteté, d'indépendance par rapport au pouvoir politique, sont très différentes d'un pays à l'autre, ce qui peut expliquer le fait que l'efficacité des privatisations puisse varier sensiblement, par exemple, selon qu'on se situe dans un pays de l'OCDE ou non. D'Souza et al. (2000, p. 19 et tableau 6) montrent que l'amélioration de la performance est sensiblement plus importante dans les pays n'appartenant pas à l'OCDE.

fréquentes discordances entre les résultats des études existantes, même si elles concluent très majoritairement en faveur de l'efficacité de la privatisation.

### 3.1.1. La mesure de l'efficacité

La plupart des études s'appuient sur les indicateurs utilisés pour évaluer la performance des sociétés privées. L'hypothèse implicite est que le modèle théorique qui sous-tend ces indicateurs est pertinent. L'approche dominante de la performance des sociétés privées est celle de la valeur actionnariale dont les fondements sont les suivants. Si on suppose notamment que les marchés sont concurrentiels et efficaces informationnellement, que les dirigeants sont les agents « fidèles » des actionnaires, que ces derniers sont les seuls « créanciers résiduels », alors il y a confusion entre la maximisation de la richesse des actionnaires et l'efficacité allocative globale. Ces hypothèses n'étant pas respectées, en particulier en raison des externalités, la mesure de l'efficacité à partir de la seule richesse des actionnaires est contestable. Une façon d'échapper à ces critiques est de supposer, dans la lignée du courant dominant au sein des théories néoinstitutionnelles<sup>52</sup>, que la poursuite de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale conduit *in fine* à une réduction maximale – comparativement à d'autres objectifs – des pertes d'efficacité et, à terme, à maximiser le bien-être pour l'ensemble des partenaires.

Au-delà des critiques traditionnelles, qui peuvent être adressées à l'approche actionnariale, du strict point de vue normatif, et sur lesquelles nous ne reviendrons pas, l'absence de cotation des titres des entreprises publiques oblige à recourir, soit à des mesures comptables ne représentant au mieux que des approximations grossières de l'efficacité du point de vue des investisseurs financiers, soit à des mesures d'efficacité technique. Certaines études retiennent également comme mesure, l'influence de la privatisation sur le niveau des effectifs<sup>53</sup> pour tenter de mieux cerner la dimension allocative, en prenant en compte, à travers cette variable, l'intérêt des salariés.

Les mesures comptables occupent une place dominante dans les études existantes. Indépendamment des limites liées aux principes et normes comptables qui ne sont pas

---

<sup>52</sup> Contrairement à ce que prétendent leurs opposants, ces courants théoriques – notamment la théorie de l'agence –, ne conduisent pas nécessairement à justifier l'objectif de valeur actionnariale. On peut tout aussi bien montrer, sous certaines conditions, que la propriété publique, par exemple, constitue le mode de gouvernance le plus adapté à certains types de transaction. Ces théories permettent d'ailleurs de comprendre pourquoi, dans certains secteurs, des formes de propriété comme les mutuelles, les coopératives, etc. peuvent se révéler plus efficaces que la traditionnelle société de capitaux.

<sup>53</sup> Selon Megginson et Netter (2000, p. 33), la privatisation n'implique pas systématiquement une réduction des effectifs, les résultats des différentes études internationales étant contradictoires sur ce point.

uniformes sur le plan international et aux possibilités de manipulation ou d’habillage des indicateurs comptables, notamment de résultat, les critères parfois retenus ne sont pas exempts de critiques, du seul point de vue de leur signification économique.

Dans la perspective de la valeur actionnariale, le seul indicateur qui soit fondé, en tant qu’approximation comptable, est le taux de rentabilité des capitaux propres, le *Return on Equity* (ROE, c’est-à-dire le ratio Résultat net/Capitaux propres). L’inconvénient de ce dernier<sup>54</sup> est d’être très sensible aux manipulations comptables, ce qui conduit à lui préférer des indicateurs du type Résultat courant/Capitaux propres, qui ont l’avantage d’éliminer l’incidence des éléments exceptionnels. De façon quasiment équivalente, à l’effet de levier financier près, on peut lui substituer des indicateurs de rentabilité économique du type Résultat économique<sup>55</sup>/(Capitaux propres + dettes financières), qui permettent de mesurer la rentabilité obtenue de l’ensemble des capitaux investis (selon une mesure comptable) par les investisseurs, qu’ils soient actionnaires ou créanciers financiers (créanciers obligataires ou banques). Ces indicateurs, quelles que soient leurs limites (biais dans l’information comptable, absence de prise en compte du coût d’opportunité des capitaux investis, non-ajustement pour le risque ou la liquidité...), sont les seuls à pouvoir approximer la performance actionnariale.

Certaines études (par exemple, Megginson et *al.* 1994, p. 422) ont recours à une batterie de ratios dont la plupart ne constituent pas des ratios de rentabilité *stricto sensu* ; certains de ces indicateurs sont *a priori* disqualifiés pour appréhender l’efficacité au sens traditionnel. Ainsi, Megginson et *al.* proposent en dehors de deux ratios de rentabilité – le *Return on Equity* et le *Return on Assets*<sup>56</sup> (ROA ou Résultat net / Total de l’actif), – des ratios de marge (de « profitabilité ») tels que le *Return on Sales* (ROS ou Résultat net/Ventes) ou de « productivité » comme *Sales Efficiency* (Ventes/Effectif), *Net Income Efficiency* (Résultat net/Effectif), voire des ratios représentant l’effort d’investissement, *Capital Expenditures to*

---

<sup>54</sup> Cet indicateur, très critiqué, n’est pas nécessairement un mauvais indicateur. Pour les sociétés privées, un certain nombre d’études empiriques (Biddle et *al.*, 1997, pour les États-Unis ; Parienté, 2000, pour la France) montrent qu’il constitue un meilleur prédicteur de la performance boursière réelle que l’*Economic Value Added* (EVA).

<sup>55</sup> Le résultat économique est normalement évalué avant déduction des frais financiers et après soustraction d’un impôt théorique, égal à l’impôt qui aurait été versé si les frais financiers étaient nuls. Avant impôt, il correspond approximativement à la notion d’EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*).

<sup>56</sup> Ce ratio n’a pas grande signification économique ; il est critiquable puisqu’en toute rigueur le résultat net n’est sécrété que par les capitaux propres et non par l’ensemble des capitaux investis. En fait, il est préférable de lui substituer le ratio de rentabilité économique, qui rapporte le résultat économique à la totalité des capitaux financiers.

*Sales* (Investissement/Ventes)<sup>57</sup>. Or, l'augmentation de ces derniers ratios n'entraîne un gain de rentabilité que sous des conditions bien particulières. Par exemple, le ROS n'est équivalent au taux de rentabilité des capitaux propres<sup>58</sup> que si la rotation des capitaux propres (Ventes/Capitaux propres) reste constante ; autrement dit, un gain de marge peut très bien s'accompagner d'une baisse de la rentabilité, si la rotation diminue, par exemple, en raison d'une modification substantielle du portefeuille d'activités ou d'un effort important d'investissement. Quant aux ratios faisant intervenir les effectifs ou l'investissement, ils sont très sensibles à la structure de la chaîne de valeur, c'est-à-dire à la politique d'intégration<sup>59</sup>. Ces considérations, usuelles en analyse financière, ne sont pas secondaires. Ainsi, par exemple, si Megginson et *al.* (1994, p. 426, tableau 3) trouvent des écarts de performance fortement significatifs sur la base des indicateurs faisant intervenir les ventes, ces différences s'estompent, voire disparaissent, lorsqu'ils retiennent les taux de rentabilité, notamment le ROE.

Pour éviter les biais liés aux indicateurs comptables et financiers, certains auteurs (par exemple, Gathon et Pestieau, 1996) préconisent l'utilisation d'une mesure d'efficacité technique fondée sur les fonctions de production (du type Cobb-Douglas ou translog). Cette démarche a l'avantage de s'appuyer sur des données physiques, quantitatives ou qualitatives, et de permettre de quantifier l'efficacité d'une entreprise relativement à la norme constituée par la fonction de production. Ce type d'approche a trouvé de nombreuses applications pour comparer l'efficacité d'entreprises situées au sein du même secteur, en particulier dans l'électricité, les compagnies aériennes, les assurances et le secteur bancaire (Gathon et Pestieau, tableau 2). Une majorité de ces études conduit à conclure que ce n'est pas tant la nature de la propriété que le degré concurrentiel de l'activité qui détermine l'efficacité. Une des études les plus approfondies reposant sur cette approche est celle de Ehrlich et *al.* (1994) ; elle permet notamment de séparer les effets à court terme (approche statique) de la privatisation, de ses effets à long terme (approche dynamique). Cette étude, qui porte sur 23 compagnies du secteur des transports aériens, pendant la période 1973-1983, montre que l'influence favorable de la propriété privée n'apparaît clairement qu'en termes dynamiques, à

---

<sup>57</sup> Ces ratios sont indistinctement appliqués aux différentes entreprises qu'elles soient industrielles ou non. Un certain nombre de mesures spécifiques aux banques sont présentées dans Verbrugge et *al.* (1999, p. 16-17).

<sup>58</sup> À titre indicatif, sur notre échantillon de 19 entreprises privatisées, les coefficients de corrélation entre le ratio de marge nette l'année de la privatisation et les ratios de rentabilité sont respectivement de 0,23 avec le ratio de rentabilité économique, de 0,69 avec le ratio Résultat net/Capitaux propres et de 0,42 avec le ratio Résultat courant/Capitaux propres.

<sup>59</sup> Il est très facile de montrer qu'on peut fortement améliorer un ratio du type Ventes/Effectif sans pour autant accroître le résultat et la rentabilité des capitaux propres.

travers les taux de croissance de la productivité ou de réduction des coûts. Inversement, les effets à court terme, de seuil, liés au changement de propriété apparaissent non significatifs. Selon les auteurs (p. 1036), l'« âge » de la société influe sur les effets de la privatisation. S'ils mettent en évidence un effet favorable de la propriété privée sur la productivité, ils montrent cependant que ce gain n'apparaît que si la privatisation est totale<sup>60</sup>.

L'approche par la productivité technique, *a priori* séduisante, semble cependant peu adaptée à la complexité des activités des entreprises (sauf dans certains secteurs bien particuliers). Elle suppose une forte homogénéité des *outputs* et des *inputs* et des configurations très simples de chaîne de valeur. En outre, elle se prête mal à la comparaison des performances d'entreprises, dont les portefeuilles de métiers sont très diversifiés et très évolutifs, et qui sont situées dans des secteurs très hétérogènes.

La contrainte imposée par la quantification ne doit pas faire perdre de vue le caractère très partiel des approches dominantes de la mesure de l'efficacité. Si, par exemple, on adopte une conception large de la rente organisationnelle<sup>61</sup>, dont la répartition s'effectue entre les différentes parties-prenantes (« *stakeholders* ») de la firme, les mesures de cette rente, effectuées à partir de la seule richesse des actionnaires, ne peuvent rendre compte des effets de la privatisation sur les rentes qui reviennent éventuellement aux clients<sup>62</sup> et aux salariés. Or, il est vraisemblable qu'un des principaux effets de la privatisation soit une modification de la répartition de la rente entre les différentes parties-prenantes. De même, la plupart des mesures retenues, de par leur caractère statique, ne permettent pas d'évaluer l'incidence de la privatisation sur la capacité à créer durablement de la valeur, même si ce dernier aspect peut être appréhendé partiellement, par exemple en étudiant l'évolution d'indicateurs du type investissement en R&D.

Ces considérations ne signifient pas pour autant que les résultats existants soient systématiquement à écarter, elles conduisent simplement à rappeler, d'une part, que les études quantitatives traditionnelles rencontrent de nombreuses limites dont il faut tenir compte dans

---

<sup>60</sup> Cette conclusion n'est pas générale. Par exemple, Verbrugge et *al.* (1999, p. 31) mettent en évidence que la performance, dans le secteur bancaire, s'améliore même si l'État conserve une part significative du capital. De façon plus paradoxale, D'Souza et *al.* (2000, p. 20 et tableau 11) trouvent que la performance s'améliore d'autant plus que la part de capital conservée par l'État est élevée : 1 % de propriété étatique supplémentaire conduit à un accroissement de la profitabilité de 1,62%.

<sup>61</sup> Par exemple, selon l'optique de la valeur partenariale (*Stakeholder Value*) proposée par Charreaux et Desbrières (1998). La valeur partenariale est égale au surplus global, égal à la différence entre l'ensemble des produits évalués à leur prix d'opportunité et l'ensemble des coûts des facteurs évalués à leur coût d'opportunité.

<sup>62</sup> L'absence de prise en compte des effets des privatisations sur le bien-être des consommateurs, dans la plupart des études, est également soulignée par Megginson et Netter (2000, p. 26).

les interprétations et conclusions ; d'autre part, que les recherches<sup>63</sup> visant à construire d'autres indicateurs d'efficacité sont à poursuivre.

Malgré leurs nombreuses limites, les impératifs de la quantification et la préoccupation de comparer l'efficacité du programme de privatisation français avec celle des autres programmes nationaux, nous ont conduit à retenir des indicateurs traditionnels de nature comptable. En raison de l'hétérogénéité des activités des privatisées, le critère de l'efficacité technique n'a pas été retenu. Les deux critères privilégiés ont été la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité économique.

### **3.1.2. La dimension transversalité/longitudinalité**

Dans les études de l'incidence de la nature de la propriété sur la performance, selon Megginson et Netter (2000, p. 27), deux principales approches s'opposent. La première est de nature transversale : on compare la performance des firmes privatisées à celle d'un groupe de firmes non privatisées ou à la performance qu'elles auraient réalisée si elles étaient restées publiques (performance potentielle). Selon les résultats (Megginson et Netter, 2000, tableau 3) de la plupart de ces études, l'efficacité s'accroît sensiblement avec la privatisation. Ces études portent majoritairement sur un faible nombre de secteurs, souvent fortement réglementés. Les méthodes employées souffrent de plusieurs limites. Les recherches recourant à la performance potentielle reposent sur des hypothèses particulièrement fortes et contestables. Quant à celles qui nécessitent une comparaison avec un échantillon de firmes privées, elles sont confrontées à la difficulté de constituer de tels *benchmarks*. Comme le signalent Megginson et *al.* (1994, p. 406), il est difficile d'obtenir des données véritablement comparables (entre entreprises privées et privatisées), pré et post privatisation, pour des entreprises multinationales fortement diversifiées.

L'approche alternative, proposée par Megginson et *al.* (1994), consiste à comparer les données des sociétés privatisées (par appel public au marché), avant et après la privatisation, sur une période totale de sept ans (trois ans avant l'année de la privatisation et trois ans après). Son principal avantage est qu'elle permet de comparer des échantillons importants de firmes de taille économiquement significative, situées dans des secteurs industriels hétérogènes, dans différents pays et à des périodes variables. Elle connaît également un certain nombre de limites (Megginson et Netter, p. 30-31). Premièrement, il y a un biais de sélection : les privatisations concernent principalement les plus grandes entreprises et, souvent, les sociétés

---

<sup>63</sup> Ces indicateurs peuvent notamment être recherchés au sein même du processus de création de valeur.

qui sont privatisées en faisant appel au marché financier sont en bonne santé financière. Deuxièmement, les mesures de performance utilisées sont, sauf exception, des mesures comptables traditionnelles ou des indicateurs physiques tels que l'effectif. Ces mesures étant faites lors de périodes non synchrones et dans des systèmes comptables différents, des biais importants sont possibles. Troisièmement, les conditions sectorielles et macroéconomiques changent au cours des sept ans et affectent différemment les entreprises selon le caractère plus ou moins international des firmes. Enfin et quatrièmement, la méthode ne prend pas en compte l'incidence des mesures de dérégulation qui, souvent, accompagnent les privatisations. Si les deux premières limites sont difficiles à corriger, les deux dernières peuvent être sinon totalement écartées, tout au moins réduites, en considérant des variables de contrôle rendant compte de la conjoncture économique et de l'évolution de la régulation. Par ailleurs, certaines des limites évoquées ont moins d'importance dans une étude portant sur des entreprises de même nationalité. Ainsi, les biais comptables, même s'ils subsistent, sont moins prononcés lorsque les entreprises relèvent du même système comptable national. Enfin, le biais de sélection joue moins si l'échantillon national est relativement exhaustif.

### **3.1.3. Les effets temporels de la diversification**

La méthode consistant à comparer la performance, avant et après la privatisation (sur des périodes de trois ans), suppose implicitement que l'influence de la privatisation se produit instantanément, qu'il y a une rupture, un choc, entraînant un redressement relativement rapide de la performance. En fait, comme on l'a déjà souligné, d'une part, dans certaines entreprises, il y a une restructuration préalable à la privatisation (par exemple, une recapitalisation ou un ajustement des effectifs), d'autre part, les effets des privatisations peuvent être longs à se produire. L'amélioration de la performance passe par l'évolution des systèmes de gouvernance, la reconfiguration de l'architecture organisationnelle et la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie qui peuvent prendre du temps, souvent plus de trois ans, en raison de l'inertie des organisations. La méthodologie de type statique retenue par Megginson et *al.* (1994), qui consiste à tester s'il y a un changement significatif de niveau de performance (un effet de niveau) entre la période de préprivatisation et celle de post privatisation, ne permet pas véritablement d'appréhender les effets dynamiques de la privatisation.

Ces effets dynamiques ont été mesurés dans certaines études, fondées sur les techniques économétriques de données de panel (portant simultanément sur des données transversales et temporelles). L'étude de Ehrlich et *al.* (1994), déjà évoquée, portant sur le critère d'efficacité technique, conduit à évaluer les effets de la privatisation non seulement en



termes de seuil mais, aussi, en termes de tendance dynamique. Plus récemment, en retenant une mesure de la rentabilité économique, Villalonga (2000) qui s'inspire d'Ehrlich et *al.*, propose une méthode similaire. L'intérêt de cette méthode est également d'accroître le nombre d'observations ce qui permet d'échapper, au moins en partie, aux limites liées à la faible taille des échantillons lorsqu'on travaille sur les privatisations d'une seule nation. Ainsi, l'étude de Villalonga, bien que portant sur 24 privatisations de sociétés espagnoles survenues sur la période 1985-1996, permet d'obtenir des résultats significatifs, compte tenu de la prise en compte de la dimension temporelle, – les observations pour chaque firme allant, selon les cas, de sept à quatorze années (entre trois et cinq ans avant la privatisation).

Cette dernière méthode permet d'évaluer l'incidence de la privatisation simultanément sur le « niveau » et sur l'évolution de la performance. L'évolution, l'accroissement de la performance (*efficiency increase*), se mesure à partir des changements de « tendance ». L'intérêt de cette méthode est également de pouvoir quantifier l'incidence de la privatisation, entreprise par entreprise, tant en termes d'efficacité statique que dynamique. Elle permet aussi de mieux cerner le moment où se produisent, en moyenne, les effets de la privatisation. Ainsi, pour les entreprises espagnoles, des effets positifs significatifs apparaissent trois à quatre ans avant la privatisation, ce qui traduit le fait que des restructurations interviennent préalablement à la privatisation. Cependant, l'effet le plus important se produit sept à huit ans après la privatisation, ce qui corrobore l'hypothèse selon laquelle les effets positifs de la privatisation ne se révèlent que sur longue période. Au vu de ce dernier résultat, les horizons de trois ans (après la privatisation), retenus le plus souvent, peuvent être jugés trop courts pour apprécier pleinement l'efficacité des privatisations.

Tant pour des raisons de disponibilités de données que d'homogénéité des horizons, l'étude de l'efficacité du programme français de privatisation a porté sur un horizon commun de sept années. Il aurait été possible d'obtenir des données sur davantage d'années pour certaines firmes. Cependant, si le choix d'horizons inégaux permet de disposer de plus d'observations et de repérer d'éventuels effets temporels sur des périodes plus longues, inversement, cette option peut entraîner des biais dans l'évaluation de ces effets, tant pour des raisons économiques qu'économétriques.

### **3.1.4. La modélisation du lien privatisation / performance**

Au-delà des aspects temporels qui conditionnent l'évaluation des effets de la privatisation, cette dernière est également contingente à la façon dont on modélise le lien entre l'efficacité et la privatisation. Trois aspects peuvent permettre de mieux comprendre ce lien :

le contexte de la privatisation, les caractéristiques organisationnelles et de gouvernance de l'entreprise et, enfin, les voies – les leviers d'efficacité – par lesquelles le changement de nature de propriété est censé influencer l'efficacité.

Les études qui tiennent compte de ces aspects sont relativement rares. Les deux principales sont celles de D'Souza et *al.* (2000) et de Villalonga (2000). Pour appréhender, l'efficacité des privatisations françaises, nous nous sommes inspirés de ces études ainsi que des considérations théoriques permettant d'établir un lien entre les modifications du système de gouvernance et l'efficacité.

### • Le contexte de la privatisation

Le contexte – au sens des conditions externes –, de la privatisation est à la fois économique et politique. Tout d'abord, le contexte économique est plus ou moins favorable au moment de la privatisation. La flexibilité supplémentaire offerte par la privatisation peut éventuellement jouer différemment selon le contexte macroéconomique ; ainsi, on lance rarement une augmentation de capital en période de dépression des cours et les privatisations ont été provisoirement suspendues après le krach boursier de 1987. Ce contexte dépend également du caractère plus ou moins régulé du secteur. De nombreux auteurs ont conclu que la privatisation n'était véritablement suivie d'effets que si le secteur était simultanément dérégulé<sup>64</sup>. Dans la perspective de la gouvernance, la dérégulation influence la discipline exercée par les marchés des biens et services.

Par ailleurs, sur le plan politique, même si l'État a généralement intérêt à lancer les privatisations dans un contexte économique favorable afin d'accroître les recettes obtenues, les contraintes budgétaires peuvent être telles qu'il soit préférable de hâter le processus. Enfin, le contexte politique et réglementaire peut soulever en lui-même des difficultés. Ainsi, le plus souvent, l'État a tendance à privatiser en priorité les sociétés pour lesquelles la privatisation est la plus facile. Quant au cadre réglementaire, il peut évoluer dans le temps.

Ces différents aspects ont conduit à introduire des variables de contrôle afin d'en rendre compte. Ont été ainsi considérés :

- le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) lors de la privatisation pour caractériser l'état du cycle économique ;

---

<sup>64</sup> D'Souza et *al.* (2000, p. 10) trouvent que, quel que soit le contexte, la privatisation conduit à un gain de performance mais que ce gain est plus important dans les secteurs fortement concurrentiels.

- un indicateur du caractère régulé des marchés. Contrairement aux privatisations effectuées dans d'autres nations, les privatisations françaises, jusqu'en 1997, n'ont pas porté sur des activités fortement régulées comme l'énergie ou les transports. Seule la distinction, Secteur « financier »/Secteurs non financiers, a été retenue, aussi bien d'ailleurs pour séparer des activités de nature très différente<sup>65</sup> que pour tenir compte de l'environnement bancaire qui fait l'objet de nombreuses réglementations. Celles-ci n'excluent pas cependant que la concurrence entre les banques soit forte ;

- un indicateur rendant compte de la contrainte budgétaire nationale, l'année de la privatisation ;

- une variable permettant de savoir si la société privatisée relève de la première vague de privatisation ou non.

• **Les caractéristiques organisationnelles et de gouvernance de la société privatisée**

La réussite d'une privatisation est vraisemblablement conditionnée par la complexité de la société privatisée et son niveau de performance initial. Plus l'entreprise est complexe ou plus son niveau de performance initial est faible, plus il sera vraisemblablement long et difficile de mener à son terme le processus de privatisation et d'obtenir des gains d'efficacité. Des variables (voir annexe 5) ont été introduites pour rendre compte de ces dimensions.

Le succès de la privatisation est également contraint par les caractéristiques du système de gouvernance. Ainsi, la privatisation est censée impliquer une discipline plus importante du marché financier, une reconfiguration de l'actionnariat, une modification des organes de direction et des changements dans les relations avec les actionnaires.

(1) L'intensité de la discipline liée au marché financier a été évaluée en considérant l'appartenance ou non de la société au CAC40. Cette appartenance entraîne une attention renforcée des investisseurs (nationaux et internationaux) et des autorités boursières et les volumes de transaction sont les plus importants pour les titres de ces sociétés.

(2) La reconfiguration de l'actionnariat effectuée lors des privatisations conduit à des structures d'actionnariat assez différentes. L'État garde une part de capital plus ou moins substantielle (voir annexe 1). Si la privatisation accroît l'efficacité, plus cette part est importante moins l'effet de la privatisation devrait être favorable. La discipline exercée est,

---

<sup>65</sup> Les particularités de l'activité et de la comptabilité bancaires posent un certain nombre de problèmes en matière d'évaluation de la performance, dont ne rendent pas compte nécessairement les indicateurs de performance retenus par souci d'avoir un échantillon de taille suffisante.

selon toute vraisemblance, fonction de la nationalité des investisseurs (pour des raisons d'indépendance), mais aussi de la part de capital détenue par les salariés. Trois variables rendent compte des parts du capital détenues respectivement par l'État, les investisseurs étrangers et les salariés, lors de la privatisation.

(3) Les privatisations se sont accompagnées, sauf rare exception, d'un changement de dirigeant. En raison, du caractère exceptionnel du maintien des dirigeants dans le programme de privatisation français, aucun indicateur de changement n'a été retenu. De même, les conseils d'administration ont été profondément remodelés<sup>66</sup>. D'Souza et *al.* (2000) retiennent une variable muette pour indiquer un changement important (renouvellement à plus de 50 %) du conseil d'administration. La plupart du temps, ne serait-ce qu'en raison des modifications légales touchant notamment à la représentation de l'État et des salariés, les conseils des sociétés privatisées françaises ont été modifiés au-delà de ce seuil et, en l'occurrence, une variable mesurant le changement n'aurait pas été discriminante. En conséquence, l'indicateur utilisé par D'Souza et *al.* n'a pas été retenu. Malgré la difficulté de mesurer la discipline exercée par le conseil d'administration au seul vu de critères quantitatifs comme, par exemple, la taille des conseils ou la proportion d'administrateurs externes, à des fins de comparaison avec d'autres études, nous avons cependant conduit des tests sur ces deux indicateurs.

(4) À la suite de la privatisation, on constate fréquemment un accroissement de la distribution de dividende, parfois interprété comme un signal témoignant d'un renforcement de la discipline exercée par les actionnaires. Bien que la théorie visant à justifier la politique de dividende comme vecteur disciplinaire n'ait pas véritablement reçu de corroboration empirique, le lien entre l'efficacité de la privatisation et les modifications de la politique de dividende a fait l'objet d'un test.

(5) La possibilité de recourir davantage aux augmentations de capital devrait signifier, toutes choses égales par ailleurs, une baisse relative de l'endettement après la privatisation. Cet effet devrait, en outre, être renforcé par la hausse de la rentabilité qui accroît l'autofinancement. Cette baisse relative de l'endettement est apparemment confirmée par les résultats de Megginson et *al.* (1994, p. 427). En termes de gouvernance, un tel résultat

---

<sup>66</sup> Selon Megginson et *al.* (1994, tableau 7), les conseils des sociétés privatisées françaises incluses dans leur échantillon ont été modifiés dans les proportions suivantes (% d'administrateurs restants après la privatisation) : BIMP (14 %) ; Paribas (8 %) ; Suez (19 %) ; CCF (30 %) ; Elf (15 %) ; Saint Gobain (0 %) ; Société Générale (31 %) ; Sogenal (64 %).

pourrait traduire un effet de substitution entre les disciplines respectivement exercées par les créanciers et par les actionnaires<sup>67</sup>.

#### • Les leviers d'efficacité

Sans faire une étude exhaustive des processus par lesquels la privatisation influe sur la performance, objectif auquel ne peut prétendre cette recherche et qui est vraisemblablement au-delà des possibilités ouvertes par les études économétriques, on peut cependant poser l'hypothèse que la privatisation accroît l'efficacité en offrant plus de flexibilité stratégique. Ce surcroît de flexibilité peut notamment s'appréhender au travers des trois dimensions suivantes : la possibilité de s'internationaliser, celle de faire des augmentations de capital par appel public à l'épargne et celle de recourir davantage à la croissance externes.

### 3.2. Constitution de l'échantillon et description des tests

À l'instar de Megginson et *al.* (1994), nous avons opté pour une étude de nature longitudinale. Pour chacune des entreprises, les données portent sur un horizon de sept années (trois années avant la privatisation, l'année de la privatisation et trois années après). Cette option a conduit à réduire la population à 23 entreprises privatisées par appel au marché financier. Sur ces 23 entreprises, quatre sont manquantes en raison de données absentes<sup>68</sup>. Encore faut-il préciser que deux des sociétés manquantes sont des banques (Banque du Bâtiment et des Travaux Publics, Banque Industrielle et Mobilière Privée) dont l'importance est très marginale. Le biais de sélection peut donc être considéré comme négligeable. *In fine*, l'étude porte sur 19 entreprises<sup>69</sup>.

Si les informations proviennent en partie de la base de données Worldscope, pour l'essentiel, elles sont directement issues des rapports annuels. Cette référence aux rapports annuels s'est révélée nécessaire de façon à compléter ou à corriger l'information issue de la base de données. Certaines informations complémentaires proviennent également des études internationales portant sur les privatisations et de la base de données établie par Megginson (2000).

---

<sup>67</sup> Selon la théorie du *Free Cash Flow* de Jensen, une telle substitution devrait entraîner une baisse de la performance.

<sup>68</sup> L'UAP qui a été rachetée par AXA moins de trois ans après sa privatisation a été exclue. De même, faute d'avoir pu obtenir les rapports nous n'avons pas retenu non plus la BTP, la BIMP et le Groupe Matra. Plus généralement, il a parfois été difficile d'obtenir des rapports annuels datant de plus de 15 ans ; la grande majorité des entreprises privatisées nous a cependant fait parvenir ces informations.

L'échantillon final, sur lequel ont été conduits les tests, comprend sept banques et institutions financières (Paribas, Sogenal, Crédit Commercial de France, Société Générale, Suez, Crédit Local de France, BNP), un groupe d'assurance (AGF), neuf groupes industriels (Saint-Gobain, Compagnie Générale d'Électricité, Total, Rhône-Poulenc, Elf, Renault, Seita, Usinor, Pechiney) et deux groupes de médias (Havas, TF1). Un certain nombre d'informations portant sur ces entreprises sont fournies en annexe 1.

L'étude empirique s'est déroulée en deux étapes correspondant aux deux procédures, inspirées respectivement des études de Megginson *et al.* (1994) et de Villalonga (2000), déjà présentées.

La première étape a permis principalement de tester l'efficacité statique, en évaluant l'impact de la privatisation sur les variables de performance calculées entreprise par entreprise et, en moyenne, sur des périodes de trois années, avant et après la privatisation. Des tests de différences de médiane (test de Wilcoxon) appliqués aux deux séries de moyennes, calculées avant et après la privatisation, ont permis de cerner cet impact. Bien qu'au sens strict, seuls les indicateurs de rentabilité rendent compte de la performance, afin d'effectuer des comparaisons avec les résultats des principales études internationales, les autres critères auxquels elles ont eu recours ont également fait l'objet de tests. Cependant, ces autres critères (productivité, politique financière...) ne sont à considérer qu'à titre complémentaire, comme des éléments permettant de mieux comprendre la formation de la performance, par exemple, à travers la politique d'investissement et de financement.

De façon à mieux rendre compte de la dynamique temporelle, des tests complémentaires (test de Wilcoxon) ont été conduits sur les valeurs des mêmes indicateurs en opposant successivement les années extrêmes  $-3/+3$ , puis  $-3/0$  (période de préprivatisation) et, enfin,  $0/+3$  (période de postprivatisation). Cette variante de la procédure de Megginson *et al.* (1994) présente deux avantages. Premièrement, l'effet éventuel de la privatisation risque d'être plus accentué et plus apparent, s'il est évalué en opposant les données des années  $-3$  et  $+3$ , plutôt qu'à partir des moyennes avant et après privatisation. Les changements de niveaux de performance mettent habituellement un certain temps à être visibles et significatifs à travers les données comptables ; cette méthode permet de mieux les appréhender. Deuxièmement, cette variante permet de savoir si l'effet s'est produit avant la privatisation, après la privatisation ou, progressivement, au cours des sept années d'observation. De cette

---

<sup>69</sup> Ce chiffre qui peut paraître faible est comparable aux études employant une méthodologie similaire, Ehrlich *et al.* (1994) disposent d'un échantillon de 23 firmes et Villalonga (2000) effectue ses tests sur 24 firmes, voire sur 22 firmes (modèle 2).

façon, on peut mettre en évidence, au moins de façon grossière, la dynamique du processus de privatisation. Toujours dans le même objectif, nous avons mesuré ensuite, pour les deux méthodes, le pourcentage d'entreprises pour lequel la variation de l'indicateur a été conforme aux prédictions théoriques, et nous avons testé (test non paramétrique du signe) la significativité de cette proportion. Ce test permet d'échapper aux biais qui entachent les tests effectués sur les moyennes ; même si un indicateur varie dans le même sens pour 80 % des entreprises, il suffit qu'il évolue avec plus d'intensité, dans un sens opposé, pour les autres entreprises, pour que la privatisation ne semble, globalement, avoir aucun effet. Cependant, quelle que soit la méthode retenue, l'effet dynamique de la privatisation n'est perçu que très imparfaitement.

Pour répondre à cette critique, nous avons, dans une deuxième étape, eu recours à la procédure proposée par Villalonga (2000), qui permet de décrire de façon plus explicite la dynamique temporelle. Il s'agit tout d'abord de mesurer, dans un premier modèle de régression (le modèle 1), les taux d'accroissement de la performance après la privatisation. Pour cela, les principaux indicateurs de performance ont été régressés sur trois variables : une première variable, le temps T – les valeurs 1 à 7 désignant les sept années –, une seconde variable muette P traduisant la privatisation – valant 0 quand l'entreprise est publique et 1 lorsqu'elle est privée –, et une troisième et dernière variable, dénommée TP, égale au produit de la variable temps et de la variable muette « privatisation ». Compte tenu de la double dimension des données, transversale et temporelle, la régression a porté sur 133 observations (19 entreprises sur sept ans). La forme précise du modèle est présentée en annexe 2.

Les coefficients de la variable P de privatisation permettent de mesurer et de tester, pour chaque entreprise, l'effet de la privatisation en seuil. Ce test, par son caractère statique, reste assez proche, dans l'esprit, du test présenté dans la première procédure ; il fournit cependant une information sur l'effet de la privatisation pour chacune des entreprises. Le coefficient de la variable TP permet de mesurer et de tester l'effet sur l'accroissement de la performance au cours de la privatisation – c'est-à-dire sur quatre années, l'année de privatisation et les trois années qui suivent –, pour chacune des entreprises.

La deuxième phase de cette procédure (le modèle 2) consiste à régresser l'accroissement de performance (les coefficients de TP) sur les trois catégories de variables explicatives de la performance (variables contextuelles, variables organisationnelles et de gouvernance, leviers d'efficacité). On peut ainsi mesurer l'effet de ces variables sur l'efficacité de la privatisation, de façon individuelle, pour chaque firme, plutôt que globalement sur une firme représentative (moyenne ou médiane) fictive.

### 3.3. Les résultats de la première procédure : l'efficacité statique

Dans le tableau 1, sont présentés les résultats des tests de la première procédure. Pour chaque indicateur, sont indiquées les médianes et moyennes calculées à partir de la série de moyennes des trois années précédant la privatisation (colonne 2), puis des trois années suivant la privatisation (colonne 3). La quatrième colonne fait apparaître les résultats du test non paramétrique de Wilcoxon appliqué à ces deux séries. Enfin, dans les deux dernières colonnes (colonnes 5 et 6) figure le résultat du test du signe, également non paramétrique, portant sur le pourcentage d'entreprises dont l'évolution est conforme à la prévision *a priori*.

Au seul vu des chiffres bruts présentés dans le tableau 1, les privatisations semblent avoir une influence notable sur la performance et le comportement financier des entreprises. Les différents indicateurs de performance s'améliorent que ce soit en moyenne ou en médiane, ainsi que les ratios de productivité. Cet accroissement porte également sur l'effort d'investissement, sans toutefois que l'investissement par croissance externe apparaisse privilégié puisque le ratio Immobilisations financières/Total immobilisations diminue, ce qui infirmerait l'hypothèse selon laquelle la privatisation s'accompagne d'un recours plus important à ce type de croissance. La part de l'activité réalisée à l'étranger apparaît également en augmentation. Quant à l'emploi, si les médianes indiquent une baisse, les moyennes restent stables : l'effet sur l'emploi est donc ambigu. Les modifications touchent également la politique de financement<sup>70</sup>. La couverture des investissements par autofinancement s'accroît et la part des dettes financières dans le financement se réduit. Enfin, la distribution de dividendes est également en augmentation.

Ces premières conclusions sont cependant à nuancer, voire à contester, au vu des tests de différences de médianes et de significativité. Seuls cinq indicateurs sur vingt ont varié significativement à la suite de la privatisation : le ratio de marge nette (Résultat net/Ventes), le ratio Résultat net/Effectif, le ratio Dividendes/Ventes<sup>71</sup>, le nombre d'administrateurs, et le pourcentage d'administrateurs externes. Pour les autres indicateurs, le test de Wilcoxon ne permet pas de rejeter l'hypothèse nulle d'absence d'effet de la privatisation.

---

<sup>70</sup> La politique de financement a été appréhendée par les ratios Dettes financières/Capitaux propres et Dettes financières/Actif. Nous avons également introduit le ratio de flux Capacité d'autofinancement/Investissement qui permet de mieux mesurer l'autonomie réelle des entreprises en matière de financement.

<sup>71</sup> Le ratio Dividende/Ventes, retenu par Megginson et *al.* (1994) cependant n'a pas grande signification. L'importance de la politique de dividende se mesure à l'aune du montant du bénéfice distribuable. En ce sens, le ratio Dividende/Résultat est beaucoup plus significatif.



**Tableau 1. Test de l'effet de la privatisation sur les différents indicateurs (variante 1)**

Indicateurs	Médiane (Moyenne) Avant	Médiane (Moyenne) Après	Test de différence de médiane	% de firmes évoluant comme prévu	Test de significativité
<b>Rentabilité et profitabilité</b>					
Résultat net/Ventes (ROS)	1,7% (1,4%)	2,7% (3,0%)	<b>2,47 **</b>	73,7%	<b>2,06**</b>
Rentabilité économique (proxy ROA)	7,6% (7,7%)	7,9% (10,4%)	0,74	57,9%	0,69
Résultat courant/Capitaux propres	11,9% (10,6%)	13,1% (17,0%)	0,39	57,9%	0,69
Résultat net/Capitaux propres (ROE)	6,7% (3,7%)	7,3% (10,2%)	0,83	68,4%	1,61
<b>Productivité</b>					
Ventes / Effectif	1,6 (3,6)	1,7 (3,0)	0,64	70,6%	<b>1,70*</b>
Résultat net / Effectif	2,8% (10,7%)	4,5% (15,1%)	<b>1,96 **</b>	82,4%	<b>2,67***</b>
Total Actif / Effectif	1,7 (33,31)	2,74 (41,49)	1,17	94,1%	<b>3,64***</b>
<b>Politique d'investissement</b>					
Investissement/Total Bilan	4,4% (4,8%)	6,0% (5,3%)	0,54	63,2%	1,15
Investissement/Ventes	4,6% (7,9%)	7,8% (11,2%)	1,12	57,9%	0,69
Immobilisations financières /Total Immobilisations	24,2% (36,6%)	19,1% (36,6%)	0,01	57,9%	0,69
<b>Emploi</b>					
Effectif	58 285 (58 513)	51 704 (58001)	0,12	47,1%	0,24
<b>Politique de financement</b>					
Dettes financières/Capitaux propres	2,3 (13,3)	1,2 (9,9)	0,77	78,9%	<b>2,52***</b>
Dettes financières/Actif	37,0% (48,2%)	31,6% (46,0%)	0,56	78,9%	<b>2,52***</b>
Capacité d'autofinancement / Investissement	88,5% (164,4%)	124,5% (169,0%)	0,51	61,1%	0,94
<b>Politique de dividende</b>					
Dividendes/Ventes	0,4% (0,6%)	0,9% (1,1%)	<b>2,78***</b>	84,2%	<b>2,98***</b>
Dividendes/Résultat Net	25,7% (34,3%)	34,9% (37,8%)	1,19	63,2%	1,15
<b>Gouvernance</b>					
Nombre d'administrateur	18 (16)	15 (15)	<b>1,79 *</b>	73,3%	<b>1,81*</b>
% Administrateurs externes	60,2% (59,9%)	71,4% (69,6%)	<b>2,42 **</b>	75,0%	<b>1,73*</b>
<b>Développement international</b>					
% Ventes réalisées à l'étranger	38,8% (40,1%)	46,9% (43,0%)	0,41	64,7%	1,21

\* Test rejetant l'hypothèse nulle d'absence de différence de médiane à 10 %

\*\* Test rejetant l'hypothèse nulle d'absence de différence de médiane à 5 %

\*\*\* Test rejetant l'hypothèse nulle d'absence de différence de médiane à 1 %

Concernant les deux indicateurs de performance, *stricto sensu*, la rentabilité des capitaux propres (mesurée avec le résultat courant ou avec le résultat net) et la rentabilité économique, aucune différence significative n'apparaît ; il en est de même pour le ratio portant sur l'effort d'investissement. Les variations significatives et positives des ratios Résultat net/Ventes ou Résultat net/Effectif ne traduisent pas nécessairement un gain de performance ; elles peuvent résulter de simples modifications de la nature de l'activité. Enfin, la baisse de l'emploi (au vu des médianes) n'apparaît pas significative.

Sur le plan international, selon les résultats de Megginson et *al.* (1994), si le ROS est significatif, le ROE ne l'est pas et le ROA ne l'est qu'au seuil de 10% ; l'accroissement de rentabilité est donc contestable, au moins du point de vue des actionnaires. Toutefois, un nombre plus important d'indicateurs révèlent un effet significatif de la privatisation, notamment les ratios de productivité et de politique de financement. Dans le contexte international, il y a simultanément un accroissement de la productivité et une diminution de l'endettement relatif après la privatisation. Megginson et *al.* (1994) n'ont pas testé l'effet de la privatisation sur les trois derniers indicateurs que nous avons retenus et dont deux varient significativement : il s'agit des indicateurs liés à la taille du conseil d'administration (la taille passe en moyenne de 18 à 15 administrateurs) et à sa composition (le pourcentage d'administrateurs externes s'accroît). Ces variations sont à imputer aux modifications réglementaires, liées au changement de statut, plutôt qu'à une volonté délibérée d'adapter le conseil d'administration aux exigences de la gestion privée.

Lorsqu'on analyse la proportion d'entreprises (colonne 6) ayant évolué selon le sens prévu, les ratios de performance *stricto sensu*, c'est-à-dire de rentabilité, restent non significatifs, alors qu'ils sont significatifs sur le plan international. Le ratio d'effort d'investissement ainsi que l'évolution de l'effectif continuent à ne pas être significatifs et les ratios de marge nette et de Dividendes/Ventes, à être significatifs. Par ailleurs, les ratios de structures de financement et de productivité sont à présent significatifs, ce qui rapproche les résultats de ceux de Megginson et *al.* À l'instar de l'ensemble des privatisations internationales, les privatisations françaises s'accompagnent de gains de productivité et d'une baisse de l'endettement, cependant, de nouveau, il n'y a pas d'amélioration significative de la rentabilité.

Tableau 2. Test de l'effet de la privatisation sur les différents indicateurs (variante 2)

Indicateurs	Médiane (Moyenne) en -3	Médiane (Moyenne) en 0	Médiane (Moyenne) en +3	Test -3 à 0	Test -3 à +3	Test 0 à +3	% de firmes évaluant comme prévu	Test de signifi- cativité
<b>Rentabilité et profitabilité</b>								
Résultat net / Ventes (ROS)	1,4% (1,3%)	2,2% (2,4%)	3,1% (3,4%)	<b>2,50**</b>	<b>3,55***</b>	<b>2,03**</b>	82,4% 63,2%	<b>2,67***</b> 1,15
Rentabilité économique (proxy ROA)	7,6% (8,6%)	9,3% (10,8%)	8,5% (11,3%)	0,77	0,63	0,13	58,8% 42,1	0,73 0,69
Résultat courant/ Capitaux propres	13,7% (13,0%)	16,3% (17,5%)	15,3% (17,4%)	1,09	1,21	0,45	64,7% 52,6	1,21 0,23
Résultat net / Capitaux Propres	6,8% (5,4%)	8,3% (10,2%)	9,1% (10,9%)	<b>1,68*</b>	<b>2,09**</b>	0,89	52,6% 57,9	0,23 0,69
<b>Productivité</b>								
Ventes / Effectif	1,6 (3,7)	1,7 (3,0)	1,8 (3,0)	0,71	1,39	1,29	76,5% 70,6%	<b>2,18**</b> <b>1,70*</b>
Résultat Net / Effectif	20,9 (99,7)	39,4 (120,8)	62,3 (162,5)	1,53	<b>2,70***</b>	<b>1,81*</b>	70,6% 76,5%	<b>1,70*</b> <b>2,18**</b>
Total Actif / Effectif	1,6 (31,2)	1,9 (35,2)	2,8 (43,0)	1,21	<b>1,77*</b>	1,43	100 % 93,8%	<b>3,87***</b> <b>3,50***</b>
<b>Politique d'investissement</b>								
Investissement/ Total bilan	3,6% (4,8%)	4,2% (4,6%)	4,8% (5,1%)	0,74	1,15	0,92	66,7% 52,6%	1,41 0,23
Investissement/Ventes	4,8% (8,0%)	6,3% (7,7%)	7,7% (9,6%)	1,47	<b>2,03**</b>	1,18	63,2% 63,2%	1,15 1,15
Immobilisations financières /Total immobilisations	23,0% (36,9%)	21,5% (37,8%)	18,6% (37,1%)	0,51	0,36	0,34	57,9% 47,4%	0,69 0,23
<b>Emploi</b>								
Effectif	59 772 (59 243)	51 139 (60 253)	48 456 (57 465)	-0,07	-0,03	-0,39	50,0% 47,1%	0,00 -0,24
<b>Politique de financement</b>								
Dettes financières/ Capitaux propres	1,7 (15,4)	1,5 (10,2)	1,2 (9,9)	0,89	1,18	0,92	78,9% 63,2	<b>2,52***</b> 1,15
Dettes financières/Actif	36,9% (48,0%)	31,8% (47,0%)	31,7% (46,1%)	0,89	0,98	0,80	73,7% 52,6%	<b>2,06**</b> 0,23
Capacité d'autofinancement/ Investissement	91,4% (324,3%)	105,6% (159,3%)	109,2% (164,4%)	0,86	0,83	0,65	52,6% 31,6%	0,23 -1,61
<b>Politique de dividende</b>								
Dividendes/Ventes	0,3% (0,5%)	0,6% (0,9%)	0,9% (1,2%)	<b>2,81***</b>	<b>3,39***</b>	1,63	85,7% 68,4%	<b>3,30***</b> 1,61
Dividendes/Résultat net	20,5% (31,7%)	22,5% (29,3%)	34,8% (44,3%)	0,81	<b>2,21**</b>	<b>2,04**</b>	61,1% 57,9	0,94 0,69
<b>Gouvernance</b>								
Nombre d'administrateur	18 (17)	14 (14)	15 (15)	<b>2,94***</b>	<b>2,11**</b>	0,60	57,1% 14,7	0,53 -2,67
% Administrateurs externes	60,0% (59,5%)	71,4% (70,3%)	71,0% (68,1%)	<b>2,19**</b>	<b>2,54***</b>	0,06	70,0% 16,7	1,26 -2,31
<b>Développement international</b>								
% Ventes réalisées à l'étranger	38,0% (40,6%)	27,8% (36,3%)	52,0% (44,9%)	0,11	1,11	<b>1,88*</b>	77,8% 82,4%	<b>2,36**</b> <b>2,67**</b>

\* Test rejetant l'hypothèse nulle d'absence de différence de médiane à 10 %

\*\* Test rejetant l'hypothèse nulle d'absence de différence de médiane à 5 %

\*\*\* Test rejetant l'hypothèse nulle d'absence de différence de médiane à 1 %

Pour les colonnes 8 et 9, la première ligne par indicateur correspond au test effectué entre l'année -3 et l'année +3, la seconde ligne correspond au test effectué entre l'année 0 et l'année +3

Au vu de ces résultats, l'effet de la privatisation sur la performance semble moins marqué dans le cadre français. En particulier, on ne peut conclure à une amélioration significative de la rentabilité et de l'effort d'investissement. Les effets significatifs qui accompagnent la profitabilité, la productivité et la politique de financement ne conduisent pas à un gain de rentabilité, tout au moins sur l'horizon retenu.

Cette analyse, cependant, présente deux limites. Tout d'abord, les tests sont effectués sur des moyennes triannuelles, ce qui a pour effet de lisser l'effet de la privatisation. Ensuite, ils ne permettent pas de savoir si la variation de l'indicateur est antérieure à la privatisation (préparation ou effet d'habillage) ou postérieure à cette dernière (effet réel de la gestion privée). L'application du test aux années  $-3$ ,  $0$  et  $+3$  permet de mieux identifier les effets temporels (tableau 2).

Ce test, plus élaboré, conduit à mettre en évidence des variations significatives supplémentaires. Toutefois, pour pouvoir attribuer l'évolution constatée à la privatisation, il faut que le ratio soit significatif pour  $0/+3$ .

Le premier ratio Résultat net/Capitaux propres indique apparemment une amélioration de la performance pour les actionnaires. Cependant, il ne varie significativement qu'avant la privatisation ce qui conduit à supposer, soit que le redressement a eu lieu avant la privatisation, sous la conduite de l'État, soit qu'il y a eu un habillage des comptes afin de faciliter la mise sur le marché des entreprises publiques. L'accroissement du ratio d'intensité capitalistique Total actif/Effectif, significatif pour décrire l'évolution de  $-3/+3$ , ne l'est plus pour  $0/+3$ . Seul le ratio de productivité Résultat net/Effectif révèle une évolution significative à la fois pour  $-3/+3$  et  $0/+3$ . Au total, on ne peut conclure à un effet significatif favorable de la privatisation sur la performance.

L'accroissement de l'effort d'investissement, significatif sur  $-3/+3$  ne l'est plus sur  $0/+3$ , et la réduction de la part des immobilisations financières dans le bilan n'est pas significative, quelle que soit la comparaison effectuée. La seule caractéristique de la politique de développement qui semble évoluer significativement avec la privatisation est celle de la part de l'activité réalisée à l'international qui s'accroît sensiblement entre  $0/+3$ . Le caractère privé facilite vraisemblablement les accords internationaux ainsi que le financement de ce développement.

L'effet des privatisations sur l'emploi mérite un développement particulier car on assimile souvent privatisation à compression des effectifs. Au seul vu des chiffres bruts,

l'essentiel de l'ajustement (sur les médianes) s'est produit avant la privatisation. Globalement, cependant, aucun effet significatif n'apparaît.

Si, à l'exception du ratio Capacité d'autofinancement/Investissement, on retrouve une évolution significative des ratios de politique de financement pour  $-3/+3$ , cette significativité disparaît, elle aussi, pour  $0/+3$ . La politique de dividendes apparaît modifiée au vu du ratio Dividendes/Ventes, mais l'évolution significative se produit avant la privatisation. Ce ratio étant peu pertinent, toutefois, il est préférable de se tourner vers le ratio de distribution Dividende/Résultat net, dont l'évolution est à la fois significative pour  $-3/+3$  et  $0/+3$ . Si on suppose que ce ratio témoigne de la discipline exercée par les actionnaires, celle-ci semble se renforcer après la privatisation. À l'exception de la politique de dividende, on ne peut conclure que la privatisation ait entraîné une modification significative de la politique de financement.

Les tests sur les indicateurs de gouvernance, concernant la taille et la nature du conseil d'administration, confirment le caractère réglementaire des évolutions. Les modifications significatives ont lieu avant la privatisation et une analyse plus fine des données montre qu'elles se sont produites l'année de la privatisation ; elles proviennent donc *a priori* d'une mise en conformité par rapport aux nouveaux statuts. Après la privatisation, aucune transformation significative n'apparaît.

Au total, les variations significatives, attribuables à la privatisation, sont rares. Elles ne concernent que le ratio de ROS, le résultat par employé, le ratio de distribution et la part de l'activité réalisée à l'étranger. Sur ces deux derniers ratios, le premier peut signifier un accroissement de la discipline exercée par les actionnaires après la privatisation et, le deuxième, une plus grande latitude des dirigeants en matière de développement international.

Ce test, s'il conduit à percevoir plus clairement les effets de la privatisation, ne donne cependant qu'une vision grossière de sa dynamique. De plus, appliqué à une firme médiane fictive, il ne permet pas d'obtenir des résultats individuels, entreprise par entreprise. Pour cette raison, l'étude empirique a été prolongée par une analyse dynamique.

### **3.4. Les résultats de la seconde procédure : l'efficacité dynamique**

L'intégration explicite du temps renouvelle les analyses plus traditionnelles. Elle se justifie par le fait qu'il est peu vraisemblable que l'effet de la privatisation sur la performance soit immédiat dans des organisations complexes, de grande taille et dont le portefeuille d'activités est souvent très diversifié. Pour mieux rendre compte de l'effet de la privatisation, il faut évaluer l'éventuel gain de performance de façon progressive et non pas uniquement à

travers un saut quantitatif se produisant à la date de la privatisation. La procédure que nous appliquons maintenant comprend deux étapes. Il s'agit tout d'abord (modèle 1) de mesurer le gain (ou la perte) dynamique de performance, dû à la privatisation, avant de tester la pertinence des variables pouvant expliquer cette évolution (modèle 2).

### Modèle 1 : l'évaluation de l'efficacité dynamique

Le premier modèle de régression porte sur les variables de rentabilité. Sa forme générale est la suivante :

$$PERF_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} * T_{it} + \beta_{2i} * P_{it} + \beta_{3i} * TP_{it} + \beta_4 * taille_{it} + \beta_5 * cycle_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

avec :

$PERF_{it}$  : la variable mesurant la performance à l'année t pour la firme i.

$T_{it}$  : le temps T pour la firme i (valeur allant de 1 à 7).

$P_{it}$  : une variable muette de privatisation prenant la valeur 1 pour l'année t de privatisation de l'entreprise i, et 0 sinon.

$TP_{it}$  : une variable exprimant l'interaction des deux variables précédentes.

$taille_{it}$  : la taille (mesurée par le chiffre d'affaires) de l'entreprise i au temps t.

$cycle_{it}$  : le taux de croissance du PIB<sup>72</sup>, l'année t pour la firme i.

Une présentation plus précise du modèle 1 et de la méthode d'estimation employée est donnée en annexe 2. Précisons que le modèle suppose que les effets de la taille et du cycle économique sur la performance sont identiques pour toutes les firmes ; à l'instar de Villalonga (2000), nous faisons ainsi l'hypothèse implicite que les facteurs taille et cycle échappent au contrôle des firmes. Les effets des variables T, P et TP sont, en revanche, spécifiques à chaque entreprise. Le tableau 3 présente les résultats obtenus pour la rentabilité économique, variable que nous estimons la plus représentative de la performance<sup>73</sup>. L'annexe 3 fournit les résultats de l'estimation du même modèle pour la rentabilité des fonds propres – ratios Résultat courant/Capitaux propres et Résultat net/ Capitaux propres – et la profitabilité, avec le ROS.

<sup>72</sup> Contrairement à Villalonga (p. 60), nous n'avons pas choisi le ROA moyen annuel pour l'ensemble des entreprises pour rendre compte du cycle. Plus traditionnellement, nous avons retenu le taux de croissance du PIB. Compte tenu des effets de décalage, entre le déroulement d'un cycle et sa traduction dans les états comptables, en termes de résultats, il est possible que ces deux variables ne soient que très imparfaitement corrélées.

<sup>73</sup> Cette variable est moins manipulable que la rentabilité des capitaux propres et n'est, en principe, pas sensible au levier d'endettement.

**Tableau 3. Test de l'effet dynamique de la privatisation (modèle 1)  
sur la rentabilité économique**

	Taille	Cycle	R <sup>2</sup> ajusté	
	<b>2,162E-06</b> <b>4,42***</b>	<b>1,19</b> <b>3,57***</b>	0,922	
	Constante	T	P	TP
Saint-Gobain	-0,02 -0,57	0,01 0,54	0,01 0,12	-0,01 -0,29
Paribas	<b>-0,13</b> <b>-2,86***</b>	0,00 -0,24	0,09 0,96	-0,02 -0,96
Sogenal	0,05 0,35	-0,01 -0,14	-0,07 -0,23	0,02 0,21
Compagnie Générale d'Électricité	<b>-0,13</b> <b>-2,73***</b>	-0,01 -0,71	<b>-0,14</b> <b>-2,07**</b>	0,01 0,70
Crédit Commercial de France	0,04 0,57	-0,01 -0,37	-0,02 -0,12	0,01 0,21
Havas	0,03 0,28	-0,01 -0,12	0,07 0,37	0,00 -0,05
Société Générale	<b>-0,12</b> <b>-2,35**</b>	0,00 -0,06	0,06 0,79	-0,02 -0,91
TF1	<b>-0,31</b> <b>-1,65*</b>	0,07 0,70	0,10 0,25	0,02 0,20
Suez	0,04 0,76	-0,02 -0,84	<b>0,33</b> <b>2,72***</b>	<b>-0,09</b> <b>-2,44**</b>
Crédit Local de France	-0,02 -0,25	0,00 0,13	0,03 0,35	-0,01 -0,25
Total	0,03 0,46	<b>-0,07</b> <b>-3,32***</b>	<b>-0,23</b> <b>-3,19***</b>	<b>0,06</b> <b>2,92***</b>
Rhône-Poulenc	0,01 0,18	-0,01 -0,26	0,04 0,64	-0,01 -0,41
Banque Nationale de Paris	<b>-0,31</b> <b>-4,18***</b>	-0,02 -1,00	<b>-0,08</b> <b>-1,80*</b>	<b>0,03</b> <b>1,74*</b>
Elf Aquitaine	<b>-0,25</b> <b>-2,56***</b>	<b>-0,05</b> <b>-8,88***</b>	<b>-0,14</b> <b>-2,62***</b>	<b>0,06</b> <b>5,79***</b>
Renault	<b>-0,19</b> <b>-2,38**</b>	<b>-0,05</b> <b>-7,93***</b>	-0,04 -1,02	<b>0,02</b> <b>2,03</b>
Seita	0,09 0,83	0,04 0,77	0,18 1,06	-0,05 -0,97
Usinor	<b>-0,35</b> <b>-5,98***</b>	<b>0,07</b> <b>3,61***</b>	<b>0,51</b> <b>6,54***</b>	<b>-0,12</b> <b>-5,02***</b>
Pechiney	-0,04 -0,65	-0,03 -1,50	0,08 0,96	0,00 0,15
AGF	<b>-0,12</b> <b>-3,05***</b>	-0,01 -0,98	<b>0,08</b> <b>1,67*</b>	-0,01 -0,67

Remarques : Le chiffre de la première ligne est le coefficient et, celui de la seconde ligne, le t de Student

\* Coefficient significativement différent de zéro à 10 %

\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 5 %

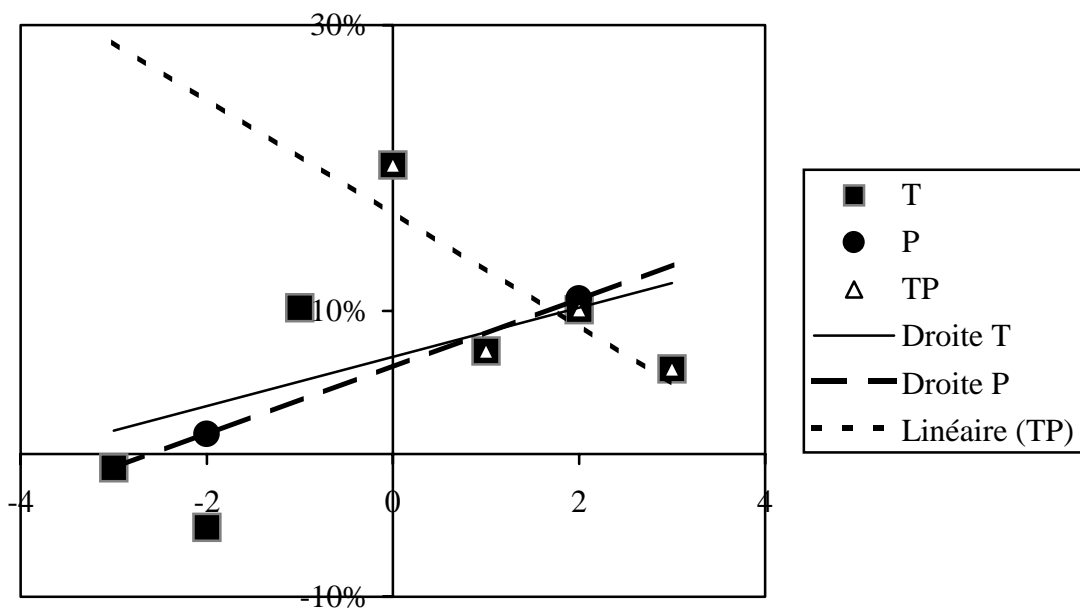
\*\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 1 %

Avant d'interpréter les données pour chaque entreprise, il faut mentionner que les variables taille et cycle ont, toutes deux, un effet positif significatif sur la rentabilité économique. Le fait de les retenir comme facteurs communs implique que les interprétations portent sur des coefficients pour lesquels ces effets ont été neutralisés.

Pour mieux comprendre le contenu du tableau 3, prenons l'exemple d'Usinor, entreprise pour laquelle tous les coefficients sont significativement différents de 0. Le coefficient lié à la variable T est positif traduisant, en moyenne, une hausse de la rentabilité économique sur l'ensemble des sept années. Le coefficient de la variable P, également positif, représente une hausse de la rentabilité lors de la privatisation (effet de seuil). Enfin, le coefficient négatif de TP, signifie que le redressement de la rentabilité se fait moins vite, en moyenne, après la privatisation (année 0 à +3), donc que l'efficacité dynamique a baissé.

La figure 1 permet d'illustrer ces conclusions.

**Figure 1. Efficacité statique et dynamique : le cas d'Usinor**



La droite T contient les rentabilités économiques d'Usinor pour les périodes -3 à +3. La pente qui lui est associée est croissante : la rentabilité s'accroît avec le temps. La droite P ne comprend que deux points : le premier est la moyenne des rentabilités économiques de -3 à -1 (période de préprivatisation), le second, la moyenne de 0 à +3 (période de postprivatisation). La pente positive traduit l'effet statique favorable de la privatisation. Enfin,



la droite TP ne rend compte que de l'évolution de la rentabilité après la privatisation. Sa pente négative traduit une baisse de l'efficacité dynamique.

Le coefficient de la variable P fournit une information de nature statique assez proche de celle que les tests de différence de médiane ont fournie. Cependant, dans ce cas, l'information est donnée entreprise par entreprise. L'effet de la privatisation est positif pour 12 entreprises sur les 19 de l'échantillon<sup>74</sup>. Cependant, même si l'effet seuil apparaît positif pour une majorité de privatisées, il n'est positif et significatif que pour trois entreprises. On comprend pourquoi les tests effectués sur les moyennes n'ont pas permis d'obtenir un résultat significatif.

L'interprétation de P ne permet toutefois que de cerner les effets de seuil, statiques, de la privatisation. Pour analyser l'efficacité dynamique, il faut considérer les coefficients de la variable TP. Ils sont positifs pour 10 entreprises sur 19 de l'échantillon<sup>75</sup>, mais ne sont positifs et significatifs que pour cinq entreprises. En termes d'efficacité dynamique, le gain attribué à la privatisation est loin d'être systématiquement confirmé au vu de la performance des firmes privatisées françaises sur l'horizon considéré<sup>76</sup>.

Si les autres indicateurs de performance conduisent à des conclusions similaires, il faut préciser que l'indicateur qui évolue le plus à la suite de la privatisation (pour P et TP) est le même que lorsqu'on pratique le test de différence de médiane : le ratio de marge nette ROS. La privatisation a vraisemblablement conduit à une reconfiguration du périmètre d'activités et de la structure de coûts qui a permis d'accroître la marge. Cette amélioration ne se retrouve pas cependant dans la rentabilité, tout au moins sur l'horizon retenu, ce qui signifie que le gain de marge s'est accompagné d'une croissance parallèle des capitaux investis, due à un effort supérieur d'investissement, comme en témoigne la hausse du ratio Investissement/Ventes. L'horizon retenu est vraisemblablement trop court pour que les gains d'efficacité dynamique liés à la privatisation, s'ils existent, aient eu le temps de se produire. Cette interprétation est plausible au vu des résultats de Villalonga (2000, p. 62, tableau 7), selon lesquels l'effet positif ne se manifeste, de façon significative, que sept à huit ans après

---

<sup>74</sup> Les résultats sont les suivants pour les autres indicateurs : 11 fois sur 19, dont 5 significatives, si l'indicateur est Résultat courant/Capitaux propres ; 12 fois sur 19, dont 3 significatives, si l'indicateur est le ratio Résultat net/Capitaux propres ; 13 fois sur 19, dont 3 significatives, si l'indicateur est Résultat net/Ventes.

<sup>75</sup> Les résultats sont les suivants pour les autres indicateurs : 8 fois sur 19, dont 4 significatives, si l'indicateur est Résultat courant/Capitaux propres ; 8 fois sur 19, dont 2 significatives, si l'indicateur est Résultat net/Capitaux propres ; 11 fois sur 19, dont 3 significatives, si l'indicateur est la marge Résultat net/Ventes.

<sup>76</sup> Villalonga (2000, p. 60) obtient des résultats similaires sur son échantillon de 24 firmes espagnoles ; elle n'obtient que 8 résultats positifs et significatifs.

la privatisation, tout au moins pour les entreprises espagnoles<sup>77</sup>. D'une certaine façon, ce résultat, même s'il peut conduire à contester les conclusions de la plupart des études portant sur la privatisation, est assez peu surprenant. Comme le mettent en évidence de nombreux travaux en théorie des organisations, les grandes entreprises sont des ensembles relativement rigides, à forte inertie ; il faut du temps pour que les nouvelles orientations stratégiques ou les modifications de structure, qui font suite à une privatisation, puissent produire des effets.

## **Modèle 2 : l'explication des effets dynamiques de la privatisation**

Même si les effets dynamiques de la privatisation sont rarement significatifs, il reste intéressant, pour mieux les comprendre, de tester l'influence des variables (contextuelles, organisationnelles et de gouvernance, de leviers stratégiques) sur l'efficacité dynamique, en proposant un second modèle de régression dont elle constitue la variable expliquée. L'introduction de cette variable, mesurée à partir des estimations des pentes de la variable PT, pour chaque entreprise, obtenues dans le modèle 1, oblige à recourir à un modèle de régression estimé à partir des moindres carrés pondérés (annexe 2). La pondération s'effectue, pour chaque entreprise, sur la base de l'inverse de l'écart type des erreurs de cette variable expliquée (Saxonhouse, 1976). L'annexe 4 présente, par entreprise, les vecteurs de variance résiduelle obtenus dans le modèle 1 pour les variables de performance retenues.

L'annexe 5 présente de façon succincte les différents indicateurs permettant de quantifier les trois catégories de variables explicatives : le contexte de la privatisation ; les caractéristiques organisationnelles et de gouvernance de la société ; les leviers d'efficacité.

Le modèle 2 s'écrit de la manière suivante :

$$VARPERF_i = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k V_{ik} + \varepsilon_i \quad (2)$$

avec

$VARPERF_i$  la valeur de la pente de la variable PT dans le modèle 1, pour la firme  $i$ .

$V_{ik}$  la valeur de la  $k^{\text{ème}}$  variable explicative pour l'entreprise  $i$ .

$\beta_k$  le coefficient associé à la  $k^{\text{ème}}$  variable explicative.

---

<sup>77</sup> Si on reconduit le test effectué par Villalonga sur les données françaises, on ne trouve aucun effet temporel significatif pour les années -3 à +3. Si cet effet se produit, il survient donc après l'année +3.

Un premier travail exploratoire a conduit à éliminer des variables de nature contextuelle telles que les variables Cycle0, Vague1, Industrie ou CAC40, soit parce qu'elles n'étaient pas significatives, soit parce qu'elles entraînaient de sérieux problèmes de multicolinéarité (voir la matrice des corrélations en annexe 6). Précisons, cependant, qu'on ne peut mettre en évidence d'effet significatif des variables contextuelles sur les variables de rentabilité, la seule exception étant constituée par la variable liée au déficit public. Après avoir éliminé l'essentiel des problèmes dus à la multicolinéarité, le modèle suivant semble pouvoir être accepté<sup>78</sup>.

**Tableau 5. Un modèle explicatif de l'efficacité dynamique (rentabilité économique)**

Observations	F(5,13)	R <sup>2</sup> R <sup>2</sup> ajusté <sup>79</sup>
19	5,865 <b>p &lt; 0,0047***</b>	0,693 0,575
Constante	<b>0,5197</b>	<b>2,51**</b>
Act1	<b>0,0013</b>	<b>4,19***</b>
Etrang0	<b>0,1292</b>	<b>3,62***</b>
Deppib0	<b>-0,0259</b>	<b>-2,77***</b>
Capirel	<b>0,0365</b>	<b>3,23***</b>
Difinter	<b>-0,1266</b>	<b>-2,39**</b>

\* Coefficient significativement différent de zéro à 10 %

\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 5 %

\*\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 1 %

Les entreprises privatisées, lorsque le déficit public est important – ce qui correspond le plus souvent à des années où le taux de croissance du PIB est plus faible (corrélation négative assez forte) –, semblent avoir éprouvé davantage de difficultés à redresser leur rentabilité économique. Si le niveau de performance initial (Reco0) n'apparaît pas dans le modèle présenté, il faut préciser qu'il exerce, considéré isolément, un effet significatif et négatif sur l'efficacité dynamique. Conformément à l'intuition, plus le niveau de performance initial est élevé, plus l'entreprise a de difficulté à améliorer sa performance.

<sup>78</sup> Le coefficient de corrélation le plus élevé entre les variables retenues dans le modèle présenté est de -0,42 entre Capirel et Etrang0. Les coefficients de tolérance sont assez éloignés de 0 et la matrice *sweep* ne révèle pas de multicolinéarité forte. La régression *Ridge* (avec des coefficients lambda de 0,001 et 0,005) ne modifie pas sensiblement les résultats obtenus. Par ailleurs, une étude fondée sur le ratio de Cook n'a pas mis en évidence de points aberrants, selon les normes habituelles. Ces tests effectués également pour le modèle de régression portant sur la variable de rentabilité des capitaux propres n'ont pas donné de résultats différents.

<sup>79</sup> Les R<sup>2</sup> indiqués sont ceux calculés par le logiciel Statistica, qui applique une correction aux R<sup>2</sup> issus directement de la méthode des moindres carrés pondérés, celle-ci conduisant à une surestimation. Villalonga (tableau 6, note i) préconise une autre méthode de correction des R<sup>2</sup>. Cette dernière consiste à les obtenir en régressant la variable dépendante non transformée sur les valeurs prédites par un modèle de régression fondé sur les coefficients de régression issus de la régression pondérée et sur les variables indépendantes non transformées. Avec ce type d'estimation, le R<sup>2</sup> serait de 0,340 et le R<sup>2</sup> ajusté de 0,301.

Selon ce modèle, l'augmentation de la rentabilité économique, après la privatisation, dépendrait de façon significative des pourcentages de capital détenus par le principal actionnaire et par les actionnaires étrangers. Si, au vu de la théorie de la gouvernance, ces résultats peuvent paraître conformes, puisqu'ils traduisent *a priori* les effets positifs de la discipline exercée par un actionnariat concentré ou par un actionnariat étranger, le fait que le principal actionnaire soit souvent l'État – ce qui corrobore le résultat trouvé par D'Souza et *al.* (2000) selon lequel cette présence conduit à un accroissement de la performance plus important après la privatisation –, infirme l'hypothèse de l'influence néfaste de l'actionnaire public sur la performance.

Une fois privatisées, les entreprises sont censées disposer d'une latitude stratégique supérieure devant leur permettre d'être plus compétitives (nous avons vu dans le modèle 1 qu'il s'agit d'une minorité d'entreprises). Parmi les leviers d'efficacité figurent, notamment, des possibilités accrues de faire appel au marché financier, en lançant des augmentations de capital et de développer l'activité internationale.

La variable Capirel, qui rend compte de l'importance des augmentations de capital réalisées par rapport au montant des fonds propres, a une influence favorable sur l'évolution du taux de rentabilité économique, ce qui confirme l'efficacité du levier constitué par ce mode de financement.

En revanche, le coefficient de la variable Difinter, associée au développement international, est négatif. Ce signe signifie que plus une entreprise accroît la part de son activité à l'international, plus elle rencontre de difficultés pour accroître sa rentabilité économique. Ce résultat contre intuitif – le développement à l'international est censé être un facteur de compétitivité – peut recevoir plusieurs explications. Il est possible, en particulier, que ce résultat soit associé à l'important effort d'investissement, nécessaire à ce développement. Dans ce cas, le signe négatif ne serait que provisoire – l'horizon considéré n'est que de trois ans après la privatisation – et trouverait son origine dans le délai de réponse de l'investissement.

Le fait que de nombreuses variables, susceptibles d'influencer l'efficacité dynamique, n'apparaissent pas dans le modèle final, ne signifie pas qu'elles ne soient pas pertinentes économiquement. En raison des liens économiques et financiers unissant certaines variables, il existe des effets d'imbrication et de corrélation, qui conduisent à une exclusion de certaines variables du modèle de régression. Ainsi, la variable représentant la politique de dividende (Vardiv) est corrélée à 0,70 avec la variable Act1 et à -0,51 avec la variable Etrang0 ; la structure de l'actionnariat semble fortement conditionner cette politique.

Afin d'apprécier la robustesse des résultats obtenus, la même démarche a été appliquée à la rentabilité des fonds propres, en retenant l'indicateur Résultat courant/Capitaux propres. Le tableau 6 fournit les résultats obtenus pour ce deuxième indicateur, après avoir également éliminé les variables engendrant une trop forte multicolinéarité.

**Tableau 6. Un modèle explicatif de l'efficacité dynamique  
(Résultat courant/Capitaux propres)<sup>80</sup>**

Observations	F(4,14)	R <sup>2</sup> R <sup>2</sup> ajusté <sup>81</sup>
19	7,28 <b>p &lt; 0,0022***</b>	0,675 0,582
Constante	<b>1,2606</b>	<b>2,94***</b>
Act1	<b>0,0026</b>	<b>2,87***</b>
Etrang0	<b>0,2471</b>	<b>2,19**</b>
Deppib0	<b>-0,0612</b>	<b>-3,21***</b>
Difinter	<b>-0,3055</b>	<b>-1,92**</b>

\* Coefficient significativement différent de zéro à 10 %

\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 5 %

\*\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 1 %

Les variables sont identiques<sup>82</sup> à celles incluses dans le modèle précédent (à l'exception de la variable Capirel, qui rapporte les augmentations de capital en numéraire aux fonds propres initiaux). Si les signes sont identiques, les coefficients sont plus élevés ce qui indique que la rentabilité des capitaux propres réagit davantage en dynamique, aux variations des variables retenues. Il est vraisemblable que cette réaction plus importante est liée à l'effet de levier de la dette, qui n'apparaît pas explicitement dans la modélisation.

## Conclusion

Au terme de ces développements, peut-on conclure que les privatisations françaises ont été efficaces ? En première analyse, l'examen sommaire des principaux indicateurs, effectué à partir des moyennes et des médianes, révèle des évolutions apparemment substantielles. Les sociétés privatisées ont vu leur rentabilité économique et financière, leur marge nette et leur productivité augmenter. Par ailleurs, les entreprises privatisées ont fait des

<sup>80</sup> Les résultats sont similaires avec Résultat net/Capitaux propres (R<sup>2</sup> 0,717 ; R<sup>2</sup> ajusté 0,636 ; Constante 0,349 (1,58) ; Étranger 0,314 (3,534) ; Act1 0,0035 (4,12), Difinter -0,393 (-2,834) ; Deppib0 -0,020 (-2,158))

<sup>81</sup> Les R<sup>2</sup> recalculés pour éliminer l'incidence des moindres carrés pondérés sont les suivants : R<sup>2</sup> 0,474 ; R<sup>2</sup> ajusté 0,443.

<sup>82</sup> Précisons que pour cet indicateur de performance, les entreprises privatisées de la vague 1 ont une efficacité dynamique significativement plus faible (signe négatif de la variable Vague1).

efforts d'investissement et leur politique de financement s'est orientée vers davantage d'autofinancement et une réduction de l'endettement. Si l'emploi peut être considéré comme stable en moyenne, la part de l'activité à l'étranger s'est accrue. Enfin, les actionnaires se sont vus attribuer une part supérieure du résultat. Un examen plus approfondi et plus critique de ces résultats montre, cependant, que la plupart de ces évolutions *ne sont pas significatives*, notamment en termes de performance et qu'en outre, certaines d'entre elles se sont produites avant la privatisation.

L'ambiguïté de ces résultats a été renforcée par les résultats issus de l'étude des effets statiques et dynamiques de la privatisation pour chaque firme. La privatisation n'a eu un effet favorable sur la performance que pour une très faible minorité des firmes privatisées. Le plus souvent, l'effet n'est pas significatif et s'il l'est, il conduit autant à conclure que la privatisation entraîne une perte d'efficacité que l'inverse. Les résultats obtenus pour les différents modèles explicatifs de l'efficacité dynamique confirment, au moins en partie, les hypothèses avancées pour tenter de comprendre le processus de privatisation. Il semble notamment que la structure de propriété (le poids de l'actionnaire principal, celui de l'actionnariat étranger), et les infléchissements de la stratégie permis par la privatisation aient une incidence sur l'évolution de la rentabilité. Ces résultats sont cependant à prendre avec prudence en raison de la faible taille de l'échantillon et des phénomènes de multicollinéarité résiduels pouvant les affecter.

Ces résultats, très nuancés, conduisent-ils à contester le bien fondé des différents programmes de privatisations entrepris sur le plan international, et plus spécifiquement français et, de façon liée, à rejeter les justifications traditionnelles des privatisations, assises, en particulier, sur la théorie de la gouvernance des entreprises ? Nous ne le pensons pas.

Indépendamment du fait qu'il est plus difficile d'améliorer la performance des entreprises privatisées dans les pays développés où la gestion publique, même si elle a connu certaines défaillances, pouvait être qualifiée de relativement performante, comme en témoigne le bilan ambigu des entreprises publiques, il est vraisemblable, que ce n'est pas tant la pertinence des programmes de privatisation et des théories qui les fondent qui doit être soupçonnée, que les instruments utilisés pour en mesurer les effets. Il est difficilement niabile qu'il soit nécessaire, dans un environnement concurrentiel global, de doter les entreprises des possibilités stratégiques dont disposent leurs concurrentes étrangères et cette nécessité était reconnue par la plupart des dirigeants des entreprises publiques avant la privatisation<sup>83</sup>. Il est

---

<sup>83</sup> L'importance de ces leviers stratégiques est d'ailleurs mise en évidence dans les résultats obtenus.

également difficilement contestable, au vu des crises auxquelles ont été confrontées certaines entreprises publiques – sans même évoquer la faillite générale des économies planifiées –, que le système de gouvernance public connaît, vraisemblablement, davantage de dysfonctionnements en raison des interférences avec la sphère politique et du caractère souvent peu élaboré et confus du contrôle qu'il permet, comme l'a mis en évidence l'exemple du Crédit Lyonnais.

L'ambiguïté des résultats semble donc à rechercher dans les méthodes employées pour mesurer l'effet de la privatisation sur la performance. Il semble, en particulier, que les études quantitatives traditionnelles aient des difficultés à rendre compte de cet effet. Outre les problèmes de pertinence et de fiabilité des mesures de performance, ces études sont confrontées à de multiples difficultés liées à la complexité du processus de privatisation, à sa dimension temporelle qui dépasse souvent les horizons retenus et à son caractère contingent, par rapport au contexte économique-politique ou réglementaire. L'imbrication des variables, l'existence vraisemblable d'effets de seuils ou plus généralement de non-linéarités, même s'il existe des méthodes pour corriger ou prendre en compte ces effets, conduisent à n'accorder qu'une confiance limitée aux résultats obtenus par les études économétriques.

Au vu de ces critiques, il semble que pour tester les théories de la privatisation et mieux comprendre les effets de cette opération sur la performance, il faille, au moins de façon complémentaire, recourir à des études cliniques qualitatives. De telles études<sup>84</sup>, d'utilisation courante dans certains champs de la théorie des organisations, peuvent vraisemblablement permettre de mieux cerner l'incidence des effets contextuels et de mieux comprendre comment les modifications des systèmes de gouvernance et les adaptations de l'architecture organisationnelle associées à la privatisation permettent d'améliorer la performance.

## **Bibliographie**

Bancel F., « Le processus de privatisation : la spécificité française », in F. Dion (Coord.), *Les privatisations en France*, La Documentation Française, 1995, p. 17-46.

Barreau J., *L'État entrepreneur*, Logiques Économiques, L'Harmattan, 1990.

Baudru D., Lavigne S. et Morin F., « Les investisseurs institutionnels américains », Working Paper, Lereps, Université de Toulouse, 2000.

Bauer M. et Bertin-Mourot B., *L'accès au sommet des grandes entreprises françaises 1985-1994*, Cnrs et Boyden, février, 1995.

- Bhagat S. et Black B., « The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance », *Columbia Law School, Law and Economics Working Paper*, 1999.
- Biddle G.C, Bowen R.M. et Wallace J.S., « Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, December, 1997.
- Bortolotti B., Fantini M. et Siniscalco D., « Privatisations and Institutions : A Cross-Country Analysis », Working Paper, Fondazione ENI-Enrico Mattei (FEEM), Milan, 1998.
- Catelin C. et Chatelin C., « Privatisation, gouvernement d'entreprise et processus décisionnel : Une interprétation de la dynamique organisationnelle à travers le cas France Télécom », *Finance Contrôle Stratégie*, 2001, à paraître.
- Chatelin C., « Privatisation, processus décisionnel et gouvernement d'entreprise : quelle dynamique ? Le cas néerlandais de Dutch State Mines », Journées des Iae, Biarritz, septembre 2000.
- Chabanas N. et Vergeau E., « Nationalisations et privatisations depuis 50 ans », *Insee Première*, n° 440, avril 1996.
- Charreaux G. et Desbrières P., « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, juin 1998, p. 57-88.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J.P., *Le conseil d'administration*, Vuibert, 1990.
- Charreaux G., « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Économique*, vol. 42, mai 1991, p. 521-552.
- Charreaux G. (Ed.), *Le gouvernement des entreprises*, Economica, Paris, 1997a.
- Charreaux G., « L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace ? », *Revue Française de Gestion*, n° 115, septembre-octobre, 1997b, p. 38-56.
- Commission des Opérations de Bourse, *Rapport annuel*, 1993, 1994, 1999, 2000.
- Coriat B. et Weinstein O., *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Paris, Le Livre de Poche, 1995.
- D'Souza J. et Megginson W.L., « Sources of Performance Improvement in Privatized Firms : A Clinical Study of the Global Telecommunications Industry », Working Paper, University of Oklahoma, June 1999.
- D'Souza J. et Megginson W.L., « The Financial and Operating Performance of Privatized Firms During the 1990s », *Journal of Finance*, August 1999.

---

<sup>84</sup> De telles investigations sont conduites actuellement par Catelin et Chatelin (2001) et Chatelin (2000), dans un cadre français ou international.



- D'Souza J., Megginson W.L. et Nash R., « Determinants of Performance Improvements in Privatized Firms: The Role of Restructuring and Corporate Governance », University of Oklahoma, Working Paper, March, 2000.
- Davis G.F. et Useem M., « Top Management, Company Directors, and Corporate Control », in A. Pettigrew, H. Thomas et R. Whittington, *Handbook of Strategy and Management*, chap. 11, à paraître.
- Denis-Judicis X. et Petit J.P., *Les privatisations*, Montchrestien, 1998.
- Dewenter K. et Malatesta P.H., « State-Owned and Privately-Owned Firms : An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labour Intensity », *American Economic Review*, 2001.
- Dewenter K., Malatesta P.H., « Public Offerings of State-Owned And Privately-Owned Enterprises : An International Comparison », *Journal of Finance*, vol. 52, n°4, September 1997.
- Dion F. (Coord.), *Les privatisations en France*, La documentation française, 1995.
- Doeringer P.B. et Piore M.J., *Internal Labor Markets and Manpower Analysis*, Lexington, Mass. : D.C. Heath, 1971.
- Ehrlich I., Gallais-Hamonno G., Liu Z. et Lutter R., « Productivity Growth and Firm Ownership : An Analytical and Empirical Investigation », *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 15, 1994, p. 1006-1038.
- Gathion H.J. et Pestieau P., « La performance des entreprises publiques », *Revue Économique*, n° 6, novembre, 1996, p. 1225-1238.
- Goldstein A., « Privatisations et contrôle des entreprises en France », *Revue Économique*, n° 6, novembre 1996, p. 1309-1332.
- Griotteray A., *Mieux privatiser – Évolution du secteur public en France et en Europe : bilan et perspectives*, La documentation Française, 1994.
- Guillenschmidt (de) M., *Club 89 – Commission des entreprises nationalisées*, Economica 1983.
- Hamet J., Riva F. et Tnani S., « Étude comparée des performances des sociétés de 'culture privée' et de 'culture publique' – Méthodologie et résultats commentés », Université de Paris IX-Dauphine, Cereg, Cahier de recherche n°9603, 1996.
- Jenkinson T. et Mayer C., « The Privatisation Process in France and the UK », *European Economic Review*, 1988, vol. 32, n°4.

Jones S.L., Megginson W.L., Nash R.L. et Netter J.M., « Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends », *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 53, p. 217-253.

Juvin H., « Les répercussions économiques et financières », in F. Dion (Coord.), *Les privatisations en France*, La Documentation Française, 1995, p. 85-119.

Kœnig G. (Coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, Economica, Paris, 1999.

Korn/Ferry International, « Gouvernement d'entreprise 1999 – Les sociétés du CAC40 et le rapport Viénot 2 », Institut des mandataires sociaux de l'Essec, Octobre 1999.

L'Expansion, « La France des stock-options », n° 628, 14-28 septembre, 2000.

Levich R.M. et Huang Q., « Underpricing of New Equity Offerings by Privatized Firms : An International Test », NYU Salomon Center Working Paper N°. S99-5., SSRN Electronic Paper Collection, 1998, November 28.

Megginson W.L. et Netter J.M., « From State to Market : A Survey of Empirical Studies on Privatization », Working Paper, University of Oklahoma, August 2000.

Megginson W.L., Nash R.C. et Van Randenborgh M., « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms : An International Empirical Analysis », *Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, June, 1994, p. 403-452.

Megginson W.L., « Sample Firms Privatized Through Public Share Offerings, 1961-August 2000 », University of Oklahoma, <http://faculty-staff.ou.edu/M/William.L.Megginson-1>.

Morin F., *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Les Éditions de Bercy, Paris, 1998.

OCDE, « Comparative Overview of Privatisation Policies and Institutions in OECD Member Countries », 1997 ?.

OCDE, « Recent Privatisation Trends », *Financial Market Trends*, n°76, June, 2000.

Pariété S., « Rendement boursier, création de valeur et données comptables : une étude sur le marché français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 3, septembre 2000, p. 125 – 153.

Pigé B., « Existe-t-il un marché du travail des dirigeants ? », *Revue Française de Gestion*, n°111, Novembre-Décembre 1996, p. 239-249.

Rapport Viénot, *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, Cnfp – AFEP, Éditions Techniques Professionnelles, juillet, 1995.

Ravaï N., *La république des vanités – Petits et grands secrets du capitalisme français*, Grasset, 1997.

Routier A., *La république des loups – Le pouvoir et les affaires*, Calmann Lévy, 1989.

Saxonhouse G.R., « Estimated Parameters as Dependent Variables », *American Economic Review*, vol. 66, n° 1, p. 178-183

Schmidt V., « An End to French Economic Exceptionalism ? The Transformation of Business under Mitterrand ? », *California Management Review*, Fall, 1993, p. 75-98.

Vauplane de H., « Les aspects juridiques des privatisations », in F. Dion (Coord.), *Les privatisations en France*, La documentation française, 1995, p. 47-84.

Verbrugge J.A., Megginson W.L. et Owens W.L., « State Ownership and the Financial Performance of Privatized Banks : An Empirical Analysis », Working Paper, World Bank/Federal Reserve Bank of Dallas Conference on Banking Privatizations, March, 1999.

Villalonga B., « Privatization and Efficiency : Differentiating Ownership Effects from Political, Organizational, and Dynamic Effects », *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2000, vol. 42, p. 43-74.

Wright V. (Dir.), *Les privatisations en Europe – Programmes et problèmes*, Actes Sud, 1993.

Zellner A., « An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Test of Aggregation Bias », *Journal of the American Statistical Association*, vol. 58, p. 500-509, 1962

### Annexe 1 : Liste des privatisées et de leurs principales caractéristiques

	Date de privatisation	Montant de l'opération (million FRF)	% Etat avant	% Etat après
Saint-Gobain	novembre 1986	135 00	100	0
Paribas	janvier 1987	17 500	100	0
Sogenal	mars 1987	1 500	100	0
Compagnie Générale d'Électricité	mai 1987	11 560	100	0
Crédit Commercial de France	avril 1987	4 400	100	0
Havas	mai 1987	2 410	100	0
Société Générale	juin 1987	21 500	100	0
TF1	juin 1987	1 240	100	0
Suez	octobre 1987	15 641	100	0
Crédit Local de France	juin 1993	2 040	51	20
Total Sa	juillet 1992	5 400	34	15
Rhône-Poulenc	novembre 1993	564	43	0
Banque Nationale de Paris	octobre 1993	4 920	100	40
Elf	février 1994	40 500	51	13
Renault	novembre 1994	14 000	80	50
Seita	février 1995	6 500	100	13
Usinor	juillet 1995	23 500	100	8
Péchiney	décembre 1995	8 000	100	44
AGF	mai 1996	10 000	100	0



proposée par Zellner (1962), qui consiste à calculer des estimateurs des moindres carrés doubles. Selon cette méthode, on estime dans un premier temps le modèle (modèle 1 dans notre cas) par les Moindres Carrés Ordinaires. Le vecteur des résidus d'échantillonnage issu de l'application des MCO est alors calculé. Il est de la forme suivante :

$$E = \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \dots \\ \varepsilon_{19} \end{bmatrix} \quad \text{où} \quad \varepsilon_i = \begin{bmatrix} \varepsilon_{i,1} \\ \dots \\ \varepsilon_{i,7} \end{bmatrix} \quad (i = 1, \dots, 19)$$

La matrice des variances covariances se construit ensuite de la façon suivante :

Les éléments diagonaux sont de la forme :  $s_{ii} = \frac{\varepsilon_i' \varepsilon_i}{n - k_i}$

Les éléments non diagonaux sont de la forme :  $s_{ij} = \frac{\varepsilon_i' \varepsilon_j}{\sqrt{(n - k_i)} \sqrt{(n - k_j)}}$

L'estimateur des MCG (Moindres Carrés Généralisés) peut alors se calculer à l'aide, entre autres, de la matrice des variances-covariances estimée. Il est possible, de plus, d'introduire dans les éléments de la diagonale une correction formelle de l'hétéroscédasticité à partir d'une pondération supplémentaire.

### Méthode des Moindres Carrés Pondérés d'estimation du modèle 2

Le modèle 2 est de la forme :

$$VARPERF_i = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k V_{ik} + \varepsilon_i \quad (2)$$

La présentation matricielle de ce modèle est traditionnelle et ne présente pas de difficulté particulière. Le problème, ici, réside dans le fait que les valeurs de la variable proviennent de l'estimation des pentes de régression dans le modèle 1. L'imprécision de cette mesure – la précision de la mesure variant selon les observations – nécessite une correction qui s'effectue par les Moindres Carrés Pondérés (Saxonhouse, 1976).

La méthode des Moindres Carrés Pondérés peut être mise en œuvre de deux manières différentes :

- (1) Il faut diviser toutes les variables (expliquée et explicatives), ainsi que la constante, associées à une même observation (entreprise)  $i$  par l'écart type estimé des résidus correspondant à cette entreprise dans le modèle 1.
- (2) Il faut pondérer les éléments de la diagonale de la matrice de variances-covariances par la variance estimée des résidus correspondants. Le  $i^{\text{ème}}$  élément de la diagonale est égal à la variance des résidus de la  $i^{\text{ème}}$  entreprise dans le modèle 1.

**Annexe 3a : Test de l'effet dynamique de la privatisation (modèle 1)**  
**sur le ratio Résultat courant/Capitaux propres**

	Taille	Cycle	R <sup>2</sup> ajusté	
	<b>7,082E-06</b> <b>5,06***</b>	<b>3,60</b> <b>3,76***</b>	0,748	
	Constante	T	P	TP
Saint-Gobain	<b>-0,38</b> <b>-3,95***</b>	0,00 0,08	-0,23 -0,79	0,06 0,90
Paribas	<b>-0,27</b> <b>-2,04**</b>	-0,04 -0,64	0,20 0,78	-0,07 -0,93
Sogenal	0,34 0,88	-0,09 -0,44	-0,25 -0,29	0,06 0,25
Compagnie Générale d'Électricité	<b>-0,35</b> <b>-2,60***</b>	0,01 0,28	-0,29 -1,47	-0,03 -0,49
Crédit Commercial de France	-0,07 -0,37	-0,01 -0,11	0,14 0,35	-0,04 -0,33
Havas	0,07 0,28	0,00 0,00	<b>0,91</b> <b>1,66*</b>	-0,13 -0,82
Société Générale	<b>-0,50</b> <b>-3,42***</b>	0,00 0,06	<b>0,38</b> <b>1,71*</b>	<b>-0,10</b> <b>-1,68*</b>
TF1	-0,60 -1,13	0,05 0,17	0,46 0,40	0,02 0,06
Suez	-0,22 -1,54	-0,03 -0,45	<b>0,99</b> <b>2,88***</b>	<b>-0,27</b> <b>-2,75***</b>
Crédit Local de France	-0,12 -0,54	0,02 0,21	0,03 0,12	-0,01 -0,13
Total	<b>-0,34</b> <b>-1,84*</b>	<b>-0,17</b> <b>-2,98***</b>	<b>-0,50</b> <b>-2,48**</b>	<b>0,16</b> <b>2,55***</b>
Rhône-Poulenc	<b>-0,38</b> <b>-2,27**</b>	-0,01 -0,24	-0,09 -0,58	0,01 0,20
Banque Nationale de Paris	<b>-0,96</b> <b>-4,56***</b>	-0,04 -0,94	<b>-0,34</b> <b>-2,81***</b>	<b>0,10</b> <b>2,14**</b>
Elf Aquitaine	<b>-1,15</b> <b>-4,18***</b>	<b>-0,11</b> <b>-6,56***</b>	-0,05 -0,35	<b>0,07</b> <b>2,36**</b>
Renault	<b>-1,08</b> <b>-4,67***</b>	<b>-0,04</b> <b>-2,42**</b>	0,17 1,38	<b>-0,05</b> <b>-1,70*</b>
Seita	0,01 0,04	0,02 0,13	0,16 0,33	-0,03 -0,19
Usinor	<b>-1,30</b> <b>-7,80***</b>	<b>0,22</b> <b>3,84***</b>	<b>1,14</b> <b>5,15***</b>	<b>-0,28</b> <b>-4,09***</b>
Pechiney	-0,09 -0,57	<b>-0,26</b> <b>-4,11***</b>	<b>-0,41</b> <b>-1,73*</b>	<b>0,23</b> <b>3,16***</b>
AGF	<b>-0,44</b> <b>-4,07***</b>	-0,01 -0,38	<b>0,27</b> <b>2,03**</b>	-0,04 -1,00

**Annexe 3b : Test de l'effet dynamique de la privatisation (modèle 1)**  
**sur le ratio Résultat net/Capitaux propres**

	Taille	Cycle	R <sup>2</sup> ajusté	
	<b>6,631E-06</b> <b>5,39***</b>	<b>3,34</b> <b>3,97***</b>	0,593	
	Constante	T	P	TP
Saint-Gobain	<b>-0,34</b> <b>-4,06***</b>	-0,04 -1,30	-0,29 -1,12	0,08 1,42
Paribas	<b>-0,46</b> <b>-3,86***</b>	0,01 0,26	0,33 1,47	-0,10 -1,59
Sogenal	0,22 0,65	-0,07 -0,41	-0,14 -0,18	0,04 0,19
Compagnie Générale d'Électricité	<b>-0,43</b> <b>-3,59***</b>	0,01 0,26	-0,14 -0,84	-0,05 -0,96
Crédit Commercial de France	-0,09 -0,51	-0,02 -0,18	0,04 0,11	-0,01 -0,13
Havas	-0,12 -0,53	0,06 0,49	0,76 1,57	-0,16 -1,13
Société Générale	<b>-0,50</b> <b>-3,84***</b>	0,00 0,03	0,23 1,18	-0,07 -1,34
TF1	-0,55 -1,18	-0,04 -0,17	0,32 0,32	0,10 0,34
Suez	<b>-0,24</b> <b>-1,96**</b>	0,00 0,04	<b>1,09</b> <b>3,57***</b>	<b>-0,31</b> <b>-3,53***</b>
Crédit Local de France	-0,19 -1,00	0,02 0,17	0,05 0,20	-0,01 -0,10
Total	<b>-0,69</b> <b>-4,22***</b>	-0,04 -0,89	-0,14 -0,79	0,03 0,63
Rhône-Poulenc	<b>-0,52</b> <b>-3,57***</b>	-0,01 -0,17	-0,07 -0,50	0,02 0,35
Banque Nationale de Paris	<b>-0,88</b> <b>-4,79***</b>	-0,05 -1,20	<b>-0,32</b> <b>-3,01***</b>	<b>0,10</b> <b>2,39**</b>
Elf Aquitaine	<b>-1,16</b> <b>-4,82***</b>	<b>-0,08</b> <b>-5,53***</b>	0,02 0,16	0,03 0,97
Renault	<b>-0,98</b> <b>-4,84***</b>	<b>-0,05</b> <b>-3,12***</b>	0,12 1,07	-0,03 -1,29
Seita	-0,03 -0,12	0,01 0,09	0,15 0,37	-0,03 -0,25
Usinor	<b>-1,18</b> <b>-8,00***</b>	<b>0,17</b> <b>3,42***</b>	<b>0,92</b> <b>4,73***</b>	<b>-0,21</b> <b>-3,48***</b>
Pechiney	-0,15 -1,12	<b>-0,21</b> <b>-3,78***</b>	<b>-0,55</b> <b>-2,63***</b>	<b>0,23</b> <b>3,49***</b>
AGF	<b>-0,40</b> <b>-4,17***</b>	-0,04 -1,23	0,18 1,55	-0,01 -0,27

\* Coefficient significativement différent de zéro à 10 %

\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 5 %

\*\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 1 %



**Annexe 3c : Test de l'effet dynamique de la privatisation (modèle 1) sur la marge nette**

	Taille	Cycle	R <sup>2</sup> ajusté	
	<b>1,205e-06</b> <b>4,48***</b>	<b>0,70</b> <b>3,81***</b>	0,708	
	Constante	T	P	TP
Saint-Gobain	<b>-0,06</b> <b>-3,32***</b>	-0,01 -1,18	-0,09 -1,62	<b>0,03</b> <b>2,01**</b>
Paribas	<b>-0,09</b> <b>-3,50***</b>	0,01 0,90	<b>0,09</b> <b>1,77*</b>	<b>-0,03</b> <b>-1,93*</b>
Sogenal	0,02 0,21	0,00 -0,04	0,04 0,22	-0,01 -0,21
Compagnie Générale d'Électricité	<b>-0,09</b> <b>-3,34***</b>	0,00 -0,08	<b>-0,06</b> <b>-1,65*</b>	0,00 0,14
Crédit Commercial de France	-0,01 -0,36	0,00 -0,19	0,00 0,06	0,00 -0,01
Havas	-0,02 -0,41	0,01 0,27	0,05 0,44	-0,01 -0,34
Société Générale	<b>-0,10</b> <b>-3,66**</b>	0,01 0,75	0,07 1,54	<b>-0,02</b> <b>-1,71*</b>
TF1	-0,07 -0,66	0,01 0,18	0,00 0,02	0,01 0,09
Suez	<b>-0,05</b> <b>-1,79*</b>	0,01 0,96	<b>0,24</b> <b>3,57***</b>	<b>-0,07</b> <b>-3,78***</b>
Crédit Local de France	-0,03 -0,74	0,00 0,19	0,02 0,31	0,00 -0,04
Total	<b>-0,14</b> <b>-3,87***</b>	0,00 0,02	0,00 0,05	0,00 -0,22
Rhône-Poulenc	<b>-0,10</b> <b>-3,03***</b>	0,00 -0,03	-0,03 -0,85	0,01 0,57
Banque Nationale de Paris	<b>-0,16</b> <b>-3,93***</b>	-0,01 -0,88	<b>-0,08</b> <b>-3,41***</b>	<b>0,02</b> <b>2,41</b>
Elf Aquitaine	<b>-0,17</b> <b>-3,26***</b>	<b>-0,03</b> <b>-8,41***</b>	<b>-0,07</b> <b>-2,37***</b>	<b>0,03</b> <b>4,15***</b>
Renault	<b>-0,18</b> <b>-4,03***</b>	<b>-0,01</b> <b>-2,65***</b>	0,03 1,24	-0,01 -1,39
Seita	0,01 0,09	0,00 0,13	0,03 0,34	-0,01 -0,24
Usinor	<b>-0,23</b> <b>-7,21***</b>	<b>0,04</b> <b>3,31***</b>	<b>0,22</b> <b>5,08***</b>	<b>-0,05</b> <b>-3,58***</b>
Pechiney	-0,04 -1,37	<b>-0,03</b> <b>-2,73***</b>	<b>-0,11</b> <b>-2,35**</b>	<b>0,04</b> <b>2,77***</b>
AGF	<b>-0,06</b> <b>-2,99***</b>	-0,01 -1,31	0,01 0,43	0,01 0,66

\* Coefficient significativement différent de zéro à 10 %

\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 5 %

\*\*\* Coefficient significativement différent de zéro à 1 %

**Annexe 4 : Variances résiduelles par entreprise issues du modèle 1  
(pondérations du modèle 2)**

	Rentabilité économique	Résultat courant/ Capitaux propres	Résultat net/ Capitaux propres
Saint-Gobain	3,660E-04	8,858E-03	2,428E-03
Paribas	3,988E-05	1,201E-04	1,773E-04
Sogenal	6,514E-05	7,763E-04	4,271E-04
Compagnie Générale d'Électricité	8,516E-05	2,507E-03	4,899E-04
Crédit Commercial de France	1,027E-04	2,134E-03	7,008E-04
Havas	7,054E-05	2,189E-03	3,271E-03
Société Générale	8,134E-05	1,090E-03	6,779E-04
TF1	4,571E-02	1,967E-01	1,942E-01
Suez	2,764E-04	1,364E-03	1,305E-03
Crédit Local de France	2,230E-05	4,217E-04	1,525E-04
Total	4,156E-04	9,832E-04	1,099E-04
Rhône-Poulenc	2,080E-04	1,189E-03	3,326E-04
Banque Nationale de Paris	2,869E-04	3,536E-03	3,118E-03
Elf Aquitaine	8,746E-04	5,037E-03	5,395E-03
Renault	1,448E-04	1,398E-03	2,111E-03
Seita	5,795E-05	9,200E-04	4,994E-04
Usinor	7,667E-04	1,280E-02	1,167E-02
Pechiney	2,219E-03	2,688E-02	1,613E-02
AGF	1,269E-04	1,485E-03	8,560E-04

## Annexe 5 : Mesures des variables explicatives du modèle 2

### • Le contexte de la privatisation

Taux de croissance du PIB l'année de la privatisation	Cycle0
L'appartenance à la première ou la seconde vague de privatisation	Vague1
Le ratio dépenses publiques / PIB l'année de la privatisation	Deppib0
Le montant des dépenses publiques l'année de la privatisation	Deppub0
L'entreprise appartient-elle au secteur industrie - médias ou à l'inverse au secteur banque – assurance ?	Industrie

### • Les caractéristiques organisationnelles et de gouvernance de la société

La performance initiale de la société	Reco0
L'intensité capitalistique au moment de la privatisation	Capint0
La complexité organisationnelle mesurée par :	
l'effectif initial	Effect0
ou le degré d'internationalisation	Interna0
La part de l'État dans le capital après la privatisation	État0
La part des investisseurs étrangers dans le capital après la privatisation	Étranger0
La part des salariés dans le capital après la privatisation	Salarié0
La part du plus gros actionnaire après la privatisation	Act1
Appartenance au CAC40 entre 0 et +3	CAC
Taux de distribution (dividendes / bénéfice) En variation absolue	Vardiv (Div/Ben0 - Div/Ben3)

### • Les leviers d'efficacité

L'internationalisation du chiffre d'affaires après la privatisation (% des ventes à l'étranger) En variation absolue	Difinter (Interna3-Interna0)
Le recours au financement par augmentation de capital en numéraire (de 0 à +3) Par rapport au montant des capitaux propres	Capirel
Par rapport à l'investissement	Capinv
Le recours à la croissance externe (Immobilisations financières/Total immobilisations) En variation absolue	Varimfi (Immofi3 - Immofi0)

**Annexe 6 : Matrice des corrélations entre les variables  
(modèle 2 : corrélations pondérées)**

	cycle0	capint0	Indus trie	act1	vague 1	etat0	etrang 0	dep pib0	dep pub0	inte rna0	reco0	capirel	capinv	dif inter	var imfi	vardiv
cycle0	1,00															
capint0	<b>-0,66</b>	1,00														
industrie	0,23	-0,44	1,00													
act1	0,11	-0,03	-0,04	1,00												
vague1	<b>0,84</b>	<b>-0,57</b>	-0,08	-0,05	1,00											
etat0	-0,41	<b>0,46</b>	0,06	0,39	<b>-0,68</b>	1,00										
etrang0	<b>-0,67</b>	<b>0,65</b>	-0,39	-0,32	<b>-0,53</b>	0,25	1,00									
deppib0	-0,43	-0,10	-0,04	0,01	-0,17	-0,02	0,04	1,00								
deppub0	<b>-0,85</b>	0,42	0,11	0,05	<b>-0,96</b>	<b>0,60</b>	0,45	0,41	1,00							
interna0	<b>0,49</b>	<b>-0,52</b>	-0,00	0,34	<b>0,48</b>	-0,26	-0,13	-0,20	<b>-0,48</b>	1,00						
reco0	-0,10	-0,13	<b>0,61</b>	-0,08	-0,33	0,00	-0,35	0,08	0,37	-0,37	1,00					
capirel	0,42	-0,32	<b>0,49</b>	-0,21	<b>0,48</b>	-0,32	-0,42	-0,10	<b>-0,46</b>	-0,07	-0,02	1,00				
capinv	<b>0,50</b>	-0,42	-0,14	0,23	<b>0,57</b>	-0,30	<b>-0,47</b>	-0,15	<b>-0,56</b>	0,38	-0,44	0,31	1,00			
difinter	0,02	0,42	-0,20	0,03	0,02	0,06	0,00	-0,32	-0,14	-0,29	-0,22	0,21	0,27	1,00		
varimfi	0,45	<b>-0,73</b>	0,06	-0,19	0,50	<b>-0,49</b>	-0,22	0,12	-0,39	0,43	-0,23	0,12	<b>0,60</b>	-0,27	1,00	
vardiv	0,42	-0,27	-0,18	<b>0,70</b>	0,43	-0,24	<b>-0,51</b>	-0,05	-0,39	0,41	-0,18	0,03	<b>0,51</b>	0,07	0,06	1,00

Remarque : les coefficients indiqués en gras représentent les coefficients significatifs au seuil de 5 %.