

L'impact des privatisations sur la performance des entreprises françaises

Michel ALBOUY*

Université de Grenoble 2 et Grenoble EM

Hassan OBEID

Université de Grenoble 2

Classification JEL : G39, L33 – *Réception* : 04/2006 ; *Acceptation* : 10/2006

Correspondance :

Email : Michel.Albouy@iae-grenoble.fr ; hkobeid@hotmail.com

Résumé : Les déficits budgétaires de nombreux pays, la faiblesse des performances financières des entreprises publiques et les développements récents de la recherche en finance incitent de nombreux États à céder leurs entreprises au secteur privé. Après un panorama du mouvement de privatisation dans le monde et particulièrement en France ainsi qu'un exposé des principaux courants théoriques qui confortent ce mouvement, cet article expose les résultats d'une étude empirique réalisée sur les privatisations françaises. Au cours de la période 1986-2004, nous trouvons que le transfert de propriété du secteur public au secteur privé a une incidence positive sur la performance des entreprises privatisées. La performance est évaluée à partir d'analyses de ratios de rentabilité, de productivité, d'investissement et de financement.

Mots clés : privatisation – performance financière – structure de propriété.

Abstract : The budget deficits of numerous countries, the poor financial performance of nationalized firms and the recent developments of financial theory encourage many States to sell off their companies to the private sector. After a survey of recent privatization trends in the world and in France, as well as a presentation of the main theories in favour of privatization, this article presents the results of an empirical study on French privatizations. Over the 1986-2004 period, we find that privatization has a positive impact on the economic and financial performance of the firms in our sample. Performance is measured through different ratios : profitability, productivity, investment and financing.

Key words : privatization – financial performance – ownership structure.

* Les auteurs, membres du CERAG, UMR CNRS 5820, remercient sincèrement les rapporteurs anonymes pour leur travail qui a permis d'améliorer l'article initial.

Après l'effondrement du système communiste comme mode de gestion des entreprises, à la fin des années 1980 et, depuis, en grande partie, comme idéologie politique, le mouvement de privatisation s'est largement répandu sur la planète. Ainsi, au cours des vingt dernières années, les programmes de privatisation ont transformé le paysage économique dans la plupart des pays du monde – qu'ils soient développés ou en voie de développement – transférant ainsi près de mille milliards¹ de dollars américains d'actifs d'entreprises publiques au secteur privé. Selon de nombreux analystes, cette transformation a provoqué une réduction significative du rôle des États et des pouvoirs publics dans l'offre de biens et de services. Elle a provoqué également l'éclatement de monopoles d'État. En France, le nombre de grandes entreprises relevant du secteur public s'est considérablement réduit en l'espace de vingt ans.

De nombreux travaux académiques ont mis en évidence des améliorations significatives des indicateurs de performance des entreprises à la suite de leur privatisation : Galal et *al.* (1994), La Porta et Lopez de Salines (1999), Megginson et *al.* (1994). Mais des études plus récentes contestent cette vision. Ainsi, Harper (2001) observe que le changement de propriété n'a pas d'impact significatif sur la performance opérationnelle des entreprises, mais que les facteurs explicatifs sont le type d'industrie et le niveau de la concurrence.

Selon Shleifer (1998), l'entreprise privée ne recherche qu'un maximum de profit. Les auteurs observent que pour le secteur public, par contre, la maximisation du profit n'est que l'un des divers objectifs possibles définis par un processus politique, ce qui ne favorise pas l'efficacité en termes de performance financière. Naturellement, le seul transfert des titres du secteur public à des acteurs privés ne suffit pas à garantir une meilleure gestion et donc une meilleure allocation des ressources au sein des entreprises. Les changements liés aux méthodes de gouvernance, la pression de la concurrence avec l'ouverture des marchés de biens et services et le rôle de discipline exercé par le marché financier sont également des facteurs importants dans cette amélioration des performances économiques et financières des entreprises privatisées.

En France, le mouvement de privatisation a été lancé peu de temps après un programme massif de nationalisations initié en 1982. C'est

¹ Mahboobi, « *Recent Privatization Trends* », 2001.

ainsi que les trente-six banques et les deux compagnies financières (Suez et Paribas) nationalisées par la loi du 11 février 1982 ont été reprivatisées par la loi du 2 juillet 1986. Du côté des groupes industriels, cinq entreprises nationalisées par la loi du 11 février 1982 ont été reprivatisées ultérieurement : Saint-Gobain, Pechiney, Compagnie Générale d'Electricité, Rhône Poulenc et Thomson SA. Même une entreprise comme Renault, pourtant considérée comme un symbole de l'entreprise publique a été privatisée. Des sociétés gérant des autoroutes et des entreprises considérées comme relevant traditionnellement du service public comme France Télécom (qui était dans les années 1970 une administration) ou encore Gaz de France (GDF) et Électricité de France (EDF) ont ouvert leur capital et sont aujourd'hui cotées en bourse. Ainsi, en peu de temps, la France a connu un mouvement de balancier particulièrement fort : d'une quasi nationalisation de l'ensemble des grandes entreprises industrielles et des grandes banques au début des années 1980, ce pays a privatisé par vagues successives des pans entiers de son économie.

L'impact des privatisations sur la performance des entreprises françaises a fait l'objet de deux études empiriques majeures. Il s'agit des travaux d'Alexandre et Charreaux (2004) et de Dumontier et Laurin (2003). Ces auteurs confirment une incidence positive des privatisations (ou dénationalisations) sur les indicateurs de la performance des entreprises privatisées. Sur un plan plus théorique, Charreaux (1997) s'interroge sur la question de savoir si l'entreprise publique est « nécessairement moins efficace ». Pour Albouy (2002), les différences de performances des deux types d'entreprises peuvent s'expliquer à partir d'une analyse comparée des mécanismes de contrôle et de gouvernement des entreprises ainsi que de leurs logiques financières propres.

Dans cet article, nous cherchons à évaluer l'impact du changement de propriété et du contrôle des entreprises françaises sur leurs performances. Cette étude utilise une méthodologie analogue à celle de Megginson et *al.* (1994). Elle consiste à comparer différents ratios, notamment de rentabilité, des entreprises privatisées trois ans avant et après leurs privatisations. À cela, nous ajoutons une analyse supplémentaire en comparant les performances des entreprises publiques avec leurs homologues privées avant et après les privatisations. Cette comparaison nous permet d'éviter un biais dû à l'effet de la situation économique globale sur l'amélioration éventuelle des indicateurs de performance des entreprises.

Cet article est organisé de la façon suivante. Dans une première partie, nous dressons un panorama du mouvement de privatisation dans le monde et, plus particulièrement, en France. La deuxième partie expose les principales théories qui permettent d'expliquer les raisons qui motivent ces opérations de privatisation. Les principales études empiriques réalisées sur notre thème et nos propres résultats sont présentées dans la troisième et dernière partie de cet article.

Dans cette étude, la privatisation est considérée comme étant l'opération de cession par l'État de la majorité de son capital de l'entreprise publique à des investisseurs privés. Plus précisément, nous nous intéressons aux privatisations par voie boursière, essentiellement pour des raisons méthodologiques. En effet, les entreprises publiques de notre échantillon sont comparées avant et après leur privatisation ; elles sont aussi comparées avec des entreprises privées du même secteur ; enfin, la comparaison se fonde sur les données comptables et financières publiques. Cela a pour conséquence d'éliminer de l'étude les entreprises vendues hors marché.

Conformément aux études internationales de Galal et *al.* (1994), Megginson et *al.* (1994) et Boubakri et Cosset (1998), nos résultats appuient la thèse que la privatisation a un impact favorable sur la performance économique et financière des entreprises françaises.

1. Le mouvement de privatisation

Des transferts partiels ou intégraux d'entreprises d'État au secteur privé ont déjà lieu dans les années 1950. Mais, à l'époque, la privatisation n'était pas un élément de l'action politique à l'échelle mondiale. En régime d'économie mixte, les pouvoirs publics ont toujours assuré directement une partie des services et fait appel à des sociétés concessionnaires pour d'autres services, tout en maintenant la gratuité dans un certain nombre de cas.

1.1. La mondialisation des privatisations

La mondialisation du mouvement de privatisation des entreprises publiques commence véritablement dans les années 1980, avec le lancement des privatisations en Grande-Bretagne qui a joué un rôle d'initiateur. Le secteur public de ce pays qui représentait 12 % du

PNB, 8 % de l'emploi et 17 % du capital national, a été réduit à moins d'un cinquième de sa taille originale en 1993². C'est ainsi que presque toutes les entreprises d'État britanniques ont été vendues au secteur privé et que ce gouvernement a privatisé les chemins de fer, les télécommunications à l'exception de la poste et de certaines entreprises considérées comme relevant du service public.

Le succès du programme britannique de privatisation et surtout la privatisation de 50,2 % de la société British Telecom en 1984 – la plus grande offre encore aujourd'hui – a incité beaucoup d'autres pays industrialisés à privatiser leurs entreprises publiques. Il s'agit notamment du Japon (1980), de la France (1986), du Canada (1990), de l'Italie (1992), de l'Allemagne, de la Suède et de l'Espagne³.

La révolution britannique dans le domaine des privatisations est devenue un phénomène mondial qui a touché la plupart du pays du monde (l'Europe centrale et de l'Est, l'Amérique Centrale et du Sud, l'Asie, l'Afrique, le Moyen Orient, ainsi que les pays développés et en voie de développement). On assiste, aujourd'hui, à des vagues de privatisations, et il est difficile de citer un pays qui n'envisage pas ou qui n'effectue pas actuellement, une privatisation. Ce mouvement ne concerne pas uniquement les pays industrialisés du Nord, il concerne également les pays en voie de développement ; citons notamment en Amérique Latine la Bolivie, le Brésil, l'Argentine et le Mexique. Dans ce dernier pays, le gouvernement a privatisé en juin 1992, 361 entreprises parmi les 1 200 publiques⁴.

Les programmes des privatisations touchent également des pays d'Europe de l'Est tels que la Pologne (1990), la République Tchèque (1990), la Hongrie (1991), la Roumanie, la Bulgarie (1992) et, enfin, la Russie qui a commencé à céder ses entreprises en 1992.

L'Asie de l'Est et du Sud, le Moyen Orient et l'Afrique ont mis également en place des programmes de privatisation dans les années 1990. La deuxième moitié des années 1990, a connu plusieurs programmes de privatisations dans des pays moins développés, tels que l'Inde, le Pakistan, la Turquie, Taiwan, la Malaisie, le Portugal, l'Égypte et le Maroc.

² Megginson et Netter (2001).

³ Denis-Judicis et Petit (1998).

⁴ Boubakri et Cosset (2000).

Pendant les deux décennies passées, plus de 12 000 entreprises publiques dans plus de 120 pays ont été – intégralement ou partiellement – vendues au secteur privé, dont 6 800 pendant la période 1980-1990. La moyenne de la valeur globale des entreprises publiques cédées par rapport au produit national brut (PNB) a diminué de 9 % à 6 % dans la période 1978-1991. Cette réduction du rôle de l'État se révèle encore davantage dans les pays moins développés selon Megginson et Netter.

La valeur totale des revenus de ces privatisations est de 1 700 milliards de dollars dont presque 1 000 milliards pour la période 1990-2001. Les montants collectés ont augmenté jusqu'en 1997, date à laquelle ils ont atteint un maximum avec un montant total de 153 milliards de dollars. Ils ont diminué, ensuite, pour se situer vers les 100 milliards de dollars en 2000, puis 50 milliards en 2001. Selon Mahboobi (2001), cette baisse est due, non seulement aux conditions défavorables des bourses de valeurs à revenu variable, en particulier dans les secteurs de technologie et de communications avec l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques en 2000, mais aussi à la détérioration de la situation économique à partir de 2001 et qui a entraîné l'annulation et/ou l'ajournement des programmes des privatisation prévus. Le troisième facteur qui a contribué à cette baisse est la diminution du nombre des entreprises à privatiser. À noter que la part des pays de l'OCDE entre 1990 et 2001 représente en moyenne 68,5 % de la somme totale des privatisations mondiales.

En ce qui concerne les secteurs concernés, les privatisations ont touché la plupart des secteurs économiques et financiers et notamment les entreprises industrielles, de transports, d'énergie, de télécommunication, de services bancaires et financiers. Il est à noter qu'au début d'un programme de privatisations, ce sont les secteurs concurrentiels qui sont les plus concernés. Par contre, les secteurs les moins exposés à la concurrence (notamment les sociétés gérant des infrastructures), sont généralement vendus ultérieurement. Pendant la deuxième moitié de la dernière décennie, les ventes de sociétés de télécommunications ont constitué la plus grande partie du montant de privatisation avec 20 % du montant total des privatisations.

1.2. Les privatisations françaises

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. Cette histoire a connu deux programmes majeurs.

Le premier programme s'est déroulé entre 1986 et 1988 durant laquelle 22 entreprises ont été privatisées par appel public à l'épargne, avec une valeur de 67 milliards de francs (10,21 milliards d'euros)⁵, pendant la période du gouvernement de Jacques Chirac. À partir de 1988, ce programme fut abandonné avec l'arrivée d'un gouvernement socialiste jusqu'en 1993. Avec le retour d'un gouvernement de droite au pouvoir en mars 1993 et la seconde cohabitation, le programme de privatisation a été réactivé. Contre toutes attentes, le gouvernement socialiste de Lionel Jospin a, lui aussi, massivement privatisé.

En termes de ventes, avant 1996, le gouvernement français se situait au 3ème rang mondial après le Japon et la Grande-Bretagne ; quant à la taille, il représente sur la période 1979-1996 près de 12 % et de 1993 à 1999 près de 8 % de l'ensemble des privatisations mondiales et plus de 11 % de celles des pays de l'OCDE.

En 2004, l'État français a privatisé deux de ses entreprises géantes : Air France et France Telecom. À l'issue de différentes opérations, la participation de l'État est passée sous la barre des 50 % du capital de France Télécom. Ce changement dans la structure du capital de l'opérateur historique devrait aider l'entreprise à s'adapter au nouveau cadre existant dans le secteur des télécommunications. Gaz de France (GDF) et Électricité de France (EDF) ont suivi et sont maintenant des acteurs à part entière comme la fusion entre GDF et Suez annoncée en 2006 le montre.

2. Les théories en faveur de la privatisation des entreprises publiques

Au cours de ces dernières années, de nombreux chercheurs ont essayé de comparer, à travers diverses études théoriques et empiriques, les performances des entreprises publiques et des entreprises privées. Nombreux en sont arrivés à expliquer les écarts de performance entre

⁵ Alexandre et Charreaux (2004).

ces deux modes d'organisation à travers un ensemble de facteurs et de phénomènes. Pour ces auteurs, la logique organisationnelle qui structure le comportement de la firme n'est pas la même selon qu'il s'agit d'une entreprise publique ou d'une entreprise privée. L'objet de cette partie est de d'exposer ces logiques à travers les principales théories en faveur de la privatisation et de justifier notre hypothèse centrale.

2.1. La théorie de l'agence

Lorsqu'une firme est dirigée par un propriétaire-manager, il n'y a pas *a priori* de conflit d'intérêts entre le dirigeant et l'actionnaire. Par contre, dans toutes les entreprises où est instaurée une séparation du contrôle et de la propriété, apparaît un problème d'agence.

L'origine de l'étude de la relation d'agence et des questions qu'elle soulève remonte à l'origine dans les réflexions d'Adam Smith sur l'inefficacité des sociétés par action dont la direction est confiée à un agent non-propriétaire qui ne serait pas incité de ce fait à gérer au mieux les affaires qui lui sont confiées. Les fondements théoriques de la relation d'agence ont été établis par Jensen et Meckling (1976) qui ont défini cette relation comme « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent), pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent* ». Charreaux (1996) définit la relation d'agence comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs) personne(s) a recours aux services d'une autre pour accomplir, en son nom, une tâche quelconque. Cette relation implique, de la part du principal, une délégation de nature décisionnelle à l'agent. Dans le cas où les intérêts des deux parties convergeraient, les problèmes de l'agence n'apparaîtraient plus. Par contre, les problèmes d'agences se posent, lorsque les intérêts sont divergents et, surtout, dans la mesure où il y a information imparfaite et asymétrie d'information entre les parties. Cette théorie suppose que le manager qui n'est pas le propriétaire bénéficie d'un ensemble d'informations privilégiées qui le conduisent, intentionnellement ou non, à agir davantage pour ses intérêts personnels qu'en fonction des stricts intérêts des propriétaires (actionnaires dans les entreprises privées et citoyens dans les entreprises publiques). En outre, comme le fait remarquer Albouy (2002), la relation d'agence entre les propriétaires de l'entreprise publique (les citoyens en théorie) et les dirigeants est bien plus complexe

que celle qui prévaut entre les actionnaires de la firme privée et ses dirigeants. En effet, si les citoyens élisent, dans une démocratie, leurs représentants et leur gouvernement, ce dernier nomme les dirigeants de l'entreprise publique ; chaque acteur poursuivant ses propres objectifs. Au lieu de se jouer à deux (actionnaires/dirigeants), la partie se joue à trois (citoyens/gouvernement/dirigeants) et les coûts d'agence risquent fort d'en être augmentés.

La minimisation des coûts d'agence est considérée comme le gage de l'efficacité de la structure organisationnelle interne de la firme et, par conséquent, de sa performance financière. Par ailleurs, il apparaît que les moyens de contrôle à la disposition des actionnaires de la firme privée sont plus nombreux et plus efficaces que ceux à la disposition de l'actionnaire public représenté par des représentants non impliqués financièrement. Ces considérations théoriques permettent d'émettre l'hypothèse d'une supériorité intrinsèque de la performance économique et financière de l'entreprise privée par rapport à celle de l'entreprise publique.

2.2. La théorie des droits de propriété

Selon la définition classique, les droits de propriété associés à un actif consistent en trois éléments : le droit d'utiliser l'actif (*usus*), le droit de s'approprier les revenus générés par l'actif (*fructus*) et, enfin, le droit de disposer de l'actif (*abusus*). Le droit de propriété est le droit réel le plus complet ; il permet en principe de faire ce que l'on veut avec la chose objet du droit de propriété. Ainsi, le droit de propriété confère à son titulaire le droit d'user des actifs, d'en retirer les fruits et d'en disposer. Comparés aux droits de propriété des actionnaires privés sur leurs actions, force est de constater que les citoyens possèdent sur l'entreprise publique des droits considérablement amoindris dans la mesure où ils ne peuvent vendre leur participation dans l'entreprise publique qui reste en fait virtuelle. Quant au *fructus*, il est moins tangible que dans le cas de l'entreprise privée qui verse des dividendes à ses actionnaires.

La théorie des droits de propriété s'est construite à partir des années soixante en vue de montrer la supériorité du système privé sur toutes les autres formes de propriété collective. Le fondement de l'économie des droits de propriété réside dans l'idée que tout échange entre agents peut être considéré comme un échange de droits de propriété sur des

objets (Nellis, 1999). Cette théorie se veut en fait une théorie générale des relations sociales et des institutions. Pour les tenants de ce courant théorique, les raisons qui expliquent la supériorité des performances économiques et financières des entreprises privées par rapport aux entreprises publiques tiennent à l'amoindrissement des droits de propriété de la firme publique et au risque de faillite. En effet, le risque de faillite est quasi-inexistant dans les organisations publiques, alors qu'il constitue une réalité avec laquelle les dirigeants du secteur privé doivent composer. Ceci incite forcément ces derniers à gérer efficacement leur entreprise en vue d'assurer, non seulement, sa survie, mais aussi et surtout sa pérennité.

Dans ces conditions, on comprend aisément la préoccupation continue des dirigeants du secteur privé pour la productivité, la rentabilité et la solvabilité de la firme (Simon et Tézenas du Montcel, 1977). En outre, la théorie des droits de propriété insiste sur le fait que la supériorité des performances de l'entreprise privée sur l'entreprise publique tient au fait qu'il existe des mesures disciplinaires émanant du marché boursier qui obligent les gestionnaires à rendre des comptes. À cela s'ajoute le fait que l'actionnaire dans la firme privée joue le rôle de créancier résiduel et qu'il supporte *in fine* le risque d'entreprendre, ce qui l'oblige à contrôler de façon plus étroite les dirigeants. Force est de constater que ce statut de créancier résiduel est fortement dilué dans la firme publique : leurs dirigeants (managers et représentants de l'État) ne supportant pas ce risque ; d'où un contrôle amoindri.

La thèse avancée par les théoriciens de l'école des droits de propriété pour justifier l'inefficacité de l'entreprise publique par rapport à l'entreprise privée (et donc pour justifier les programmes de privatisation) est que l'attribution aux individus des droits de propriété selon une répartition claire est la condition de l'efficacité économique. Selon eux, la performance organisationnelle dépend des mesures incitatives particulières au mode de propriété.

En définitive, les propositions théoriques des auteurs qui se réclament de ce courant sont simples : l'entreprise comporte une triple dimension : technique, commerciale et financière. Les entreprises publiques, du fait de l'amoindrissement des droits de propriété, ne seraient pas capables de remplir les exigences liées à cette triple dimension. En outre, la question de la répartition des droits de propriété ne serait pas une affaire de choix doctrinal ou politique. Elle appartiendrait au cœur du raisonnement économique qui a démontré que les entreprises les

plus performantes étaient celles pour lesquelles la propriété du profit était la plus clairement définie.

2.3. *La théorie des choix publics*

C'est fondamentalement vers la fin des années 1960 que l'analyse économique des choix publics prend véritablement son essor. Cette théorie a été élaborée essentiellement par des économistes comme Buchanan (1972). Elle postule que l'inefficience des entreprises publiques est due notamment aux groupes d'intérêts et aux jeux politiques qui caractérisent les organisations publiques.

L'argumentation de l'École du « *Public Choice* » est que les personnes qui sont supposées prendre les décisions, notamment les administrateurs d'entreprises publiques, les hommes politiques et les fonctionnaires, le font non pas en privilégiant les intérêts de la Société dans son ensemble, comme l'affirme le discours officiel du service public, mais plutôt leurs intérêts propres.

Les théoriciens de cette école expliquent que l'inefficience des entreprises publiques tient exclusivement à la motivation des hommes politiques et des dirigeants, à qui on reproche de ne pas oeuvrer dans l'intérêt général. L'axiomatique de l'intérêt (*self interest*), le goût du prestige, la quête du pouvoir seraient davantage leurs préoccupations. En clair, dans ce modèle, les hommes politiques sont des entrepreneurs de la production de services collectifs.

Cette théorie utilise les outils de la micro-économie pour étudier les comportements des individus dans les administrations, les organisations publiques et la vie politique, comme citoyens et décideurs, et pour analyser, à travers eux, les défaillances des finances et de l'économie publique. Le plus curieux dans tout cela, affirment les théoriciens de l'école des choix publics, c'est que les élus politiques interfèrent fréquemment dans la gestion publique, en accordant des avantages et des bénéfices à des groupes précis (clientèles) en vue d'assurer leur réélection ; attitude qui se révèle définitivement antagoniste à une gestion saine et efficiente des organisations publiques (Vickers et Yarrow, 1991).

En définitive, l'intervention des pouvoirs publics (État, Collectivités territoriales, etc.) par la réglementation ou par la création d'entreprises publiques, n'est pas, selon ce courant théorique, un facteur de performance économique. Pour ces auteurs, la privatisation des entreprises

publiques n'est qu'un retour à une situation considérée comme normale : un juste retour au marché et à l'efficacité.

La théorie des droits de propriété et celle des choix publics constituent deux approches complémentaires permettant d'analyser les écarts de performances entre l'entreprise publique et l'entreprise privée. De ces deux approches se dégagent, selon Ehrlich et *al.* (1990), quatre propositions fondamentales justifiant la moindre performance économique de l'entreprise publique par rapport à celle du privée :

- Les décideurs dans le système public subissent faiblement, voire pas du tout, les conséquences monétaires et financières de leurs actions et décisions.
- Le citoyen-proprétaire devient propriétaire bien malgré lui et par ailleurs il est propriétaire *indivis* sans possibilité de vendre.
- Étant donné que les droits de propriété des entreprises publiques ne peuvent faire l'objet d'échange sur le marché, il s'ensuit alors que le coût du contrôle des mandataires devient nettement plus élevé que celui des agents privés qui sont directement contrôlés par le marché financier.
- Le propriétaire privé, pouvant facilement vendre ou échanger ses droits de propriété, se préoccupe davantage de préserver voire d'augmenter la qualité ou la performance de son bien, ce qui n'est pas le cas du propriétaire public qui ne peut ni vendre ni échanger facilement ses droits de propriété.

2.4. La théorie de l'efficacité X

La théorie de l'efficacité X a été développée par Leibenstein (1978) pour prendre en compte le fait que certaines inefficacités ne résultent pas uniquement d'un défaut d'allocation des facteurs de production. C'est le cas notamment de l'inefficacité liée à la motivation du personnel ou à une mauvaise organisation de l'entreprise. L'auteur commence par s'interroger sur la notion d'efficacité telle que développée par la théorie micro-économique conventionnelle, il fait remarquer ensuite qu'à travers le postulat selon lequel le marché alloue de manière optimale, les facteurs de production entre firmes et secteurs, la théorie traditionnelle n'analyse qu'un seul type d'efficacité : l'efficacité allocative.

Se basant sur des recherches empiriques antérieures, Leibenstein conclut que les entreprises disposant de la même composition de main-

d'oeuvre (facteur travail) et de la même technologie (facteur capital) peuvent parvenir à des performances inégales en termes de productivité des hommes et de qualité des *outputs* obtenus. L'auteur précise qu'il existe un facteur X, différent des facteurs de production traditionnels (travail et capital) qui explique l'efficacité ou l'inefficacité des firmes.

Les réflexions initiales de Leibenstein sur la théorie de l'efficacité X étaient appliquées à l'analyse du sous-développement et n'établissaient donc pas de lien formel entre l'inefficacité X et l'entreprise publique. Ce lien sera établi pour la toute première fois dans un ouvrage publié en 1978, dans lequel l'auteur dégage un certain nombre de facteurs qui seraient source d'inefficacité X dans les entreprises publiques et qui, par conséquent, peuvent justifier les politiques de privatisation de ces entreprises.

L'absence de pression externe constitue le premier facteur d'inefficacité dans les entreprises publiques. L'auteur estime que ces entreprises sont souvent en situation de monopole, ce qui favoriserait une « vie tranquille » et n'inciterait pas celles-ci à un effort permanent de recherche de compétitivité. En outre, l'autre argument évoqué par l'auteur pour expliquer la mauvaise performance des entreprises publiques tiendrait à leur « immortalité ». En effet, les entreprises publiques sont immortelles tant qu'elles bénéficient des subventions publiques, ce qui limite considérablement la probabilité de faillite. Dans un tel contexte, les gestionnaires développent une aversion pour le risque, une faible propension à l'innovation et, enfin, une mentalité proche de celle observée dans des bureaux non marchands. Par ailleurs, la multiplicité des objectifs assignés aux entreprises publiques constitue, toujours, selon Leibenstein, un facteur explicatif de leur inefficacité. En dépit du fait qu'il ne remet pas en cause le bien-fondé de ces missions (économiques et sociales), il fait remarquer, cependant, que leur caractère souvent conflictuel tend à exacerber les difficultés d'évaluation des gestionnaires et entraîne l'arbitraire de la valse de leurs dirigeants par les ministères de tutelle.

Ainsi, selon la théorie de l'efficacité X, les sources d'inefficacité dans les entreprises publiques se trouvent justifiées par les comportements de l'État et de ses agents d'une part et d'autre part, par la structure organisationnelle fortement bureaucratifiée de celles-ci. C'est pourquoi, les théoriciens de l'efficacité X soutiennent que la privatisation pourrait contribuer à réduire de manière substantielle les sources

d'inefficience dans les entreprises publiques, permettant ainsi à celles-ci, de renouer avec la performance et la compétitivité. Selon les postulats des théoriciens de l'efficience X, la privatisation devrait donc permettre de soustraire les entreprises publiques aux mauvaises influences politiques et, par conséquent, de simplifier et de clarifier leur fonction d'objectifs.

3. L'impact des privatisations sur la performance des entreprises

Après avoir présenté les raisons qui expliquent pourquoi l'entreprise privée est plus efficace théoriquement que son homologue publique, il convient de mettre à l'épreuve des faits observables cette proposition. L'objet de cette troisième partie est donc de faire état des principales recherches visant à tester l'impact des programmes de privatisation sur la performance des entreprises ainsi que des résultats que nous avons obtenus sur un échantillon d'entreprises françaises privatisées.

3.1. *Revue de la littérature*

De nombreux chercheurs ont testé l'impact des privatisations sur la performance des entreprises, en adoptant plusieurs méthodologies. La voie la plus courante est celle qui consiste à comparer les valeurs moyennes et les médianes des mêmes mesures de performances pour les mêmes firmes, quelques années (trois années pour la plupart) avant et après la privatisation. Cette méthodologie a été utilisée la première fois par Megginson et *al.* (1994), elle constitue la méthodologie de plusieurs autres études telles que celles de Boubakri et Cosset (1998), D'Souza et Megginson (1999)⁶, etc. Les études les plus remarquables sont exposées par la suite.

Megginson et *al.* (1994) ont fait une analyse comparative de la performance financière de 61 entreprises appartenant à 32 industries privatisées partiellement ou entièrement pendant la période 1961-1990. L'échantillon des entreprises concerne 18 pays (12 pays industrialisés et 6 pays en voie de développement). Ils trouvent qu'à la suite de la

⁶ Nous présentons ici les études les plus remarquables, pour un sommaire de cette revue, voir Megginson et Netter (2001).

privatisation, les entreprises deviennent plus rentables, augmentent leur production, leurs dépenses d'investissement et leur efficacité opérationnelle. De plus, ces entreprises diminuent sensiblement leur niveau d'endettement et augmentent leurs versements de dividendes. Ils ne remarquent aucun déclin dans le niveau d'emploi après la privatisation. Par ailleurs, ils observent des changements importants dans la taille et la composition du conseil d'administration.

Boubakri et Cosset (1998) ont évalué les résultats de la privatisation pour un échantillon de 79 entreprises, dans 21 pays en voie de développement dans trois catégories de pays. Les auteurs trouvent que le niveau de développement est un critère important dans le succès de la privatisation, particulièrement en ce qui concerne l'efficacité et la rentabilité. Ainsi, pour les pays à revenu moyen élevé, l'amélioration de la performance est plus importante que pour les pays à revenu moyen inférieur. De même, ils observent des augmentations significatives des niveaux de production et d'emploi, du taux de distribution de dividendes, des dépenses d'investissement et des diminutions significatives du levier financier des entreprises quand le revenu moyen augmente.

Les résultats montrent aussi l'importance de la structure du marché dans lequel œuvrent les entreprises. Plus particulièrement, les entreprises évoluant dans des activités concurrentielles semblent être plus efficaces que celles fonctionnant dans un contexte non concurrentiel. L'analyse des auteurs suggère que la composition du conseil d'administration a subi des changements majeurs à la suite de la privatisation et que l'amélioration dans la performance est d'autant plus grande que ces changements sont importants.

D'Souza et Megginson (1999) reproduisent les résultats avec un groupe de 85 entreprises de 28 pays mixtes (58 entreprises de 15 pays développés et 27 entreprises de pays en voie de développement). Ces entreprises ont été privatisées durant la période 1990 à 1996. Dans cette étude, les auteurs constatent en plus des résultats précédents, la diminution de l'emploi après la privatisation. Plus récemment, Dumontier et Laurin (2003) étudient les effets de la stratégie de l'État sur la performance de la firme en France, cette étude analyse les indicateurs de la performance de huit entreprises nationalisées puis privatisées par la suite. Cette étude permet de comprendre les effets du statut de la propriété et son impact sur la performance de la firme. Les auteurs trouvent que la privatisation a un impact positif sur la performance de la firme. Ils trouvent également un résultat contradictoire par rapport

aux théories en faveur des privatisations : durant la période de leur nationalisation les entreprises françaises considérées n'ont pas connu une baisse de leur performance financière. La raison se trouve peut-être dans la durée relativement courte de leur période de nationalisation.

D'autres auteurs aboutissent à des résultats contraires à ceux attendus par les tenants des privatisations. Pour éviter une énumération fastidieuse, nous nous contentons d'exposer l'étude la plus récemment publiée dans ce sens : celle de Harper (2001) qui concerne 178 entreprises tchèques. En se basant sur les méthodologies des études précédentes, l'auteur trouve que l'efficacité et la rentabilité diminuent immédiatement après la privatisation.

Une autre mesure des effets de la privatisation peut également être utilisée. Cette méthodologie consiste à comparer les performances des entreprises privées et celles des entreprises publiques suivant des indicateurs multiples. Plusieurs études ont été effectuées avec ce type d'approche. Ainsi, Caves et Christensen (1980) comparent la performance de productivité de deux entreprises concurrentes canadiennes des chemins de fer⁷. Les deux grandes entreprises opèrent sur le même marché, elles ont des tailles semblables et toutes les deux sont soumises à la même compétition dans la période considérée. En utilisant le facteur de la productivité (rendement réel par unité d'*input*) comme mesure d'efficacité technique, leurs résultats montrent l'inexistence d'une preuve en faveur d'une moindre inefficience de l'entreprise publique (CN) par rapport à celle privée (PN). Ces résultats contredisent les hypothèses de la littérature sur les droits de propriété. Les auteurs concluent que c'est la concurrence dans le marché et non la propriété, qui est vraiment le facteur explicatif de l'efficacité. Bishop et Kay (1989) trouvent des résultats similaires.

Par contre, Boardman et Vining (1989) trouvent des conclusions très différentes dans leur étude réalisée sur une comparaison entre les plus 500 grandes entreprises publiques, privées et mixtes de l'industrie manufacturière et des mines établies hors des États-Unis en 1983. Ils constatent que les entreprises publiques ou mixtes sont moins profitables et moins efficaces que les entreprises privées anonymes. Ils notent également, que les entreprises mixtes sont moins efficaces que les entreprises publiques. La conclusion des auteurs est qu'il existe des différences

⁷ La *Canadian National* publique et la *Canadian Pacific* privée. Cette étude est faite pendant la période 1956-1975

de performance entre les sociétés privées et anonymes même sur des marchés concurrentiels. Taskin et Zaim (1997) et LaPorta et Lopez de Silanes (1999) aboutissent aux mêmes conclusions. Bien que la plupart des études empiriques mettent en évidence la supériorité des performances des entreprises privées sur leurs homologues publiques, on ne peut passer sous silence les résultats contradictoires obtenus par certains chercheurs. Ceci étant, un examen approfondi nous révèle que les études qui soutiennent l'existence d'une différence significative de la performance entre entreprises privées et entreprises publiques nous semblent plus pertinentes que les autres : que ce soit par la taille de l'échantillon (Boardman et Vining, et LaPorta et Lopez de Silanes), par les indicateurs utilisés (LaPorta et Lopez de Silanes) ou par leurs modernité (LaPorta et Lopez de Silanes ; Eckel et *al.*).

L'existence de résultats empiriques contradictoires et le nombre de travaux relativement faible réalisés sur les privatisations françaises justifient, selon nous, cette étude sur l'impact des privatisations sur la performance des entreprises.

3.2. L'étude empirique sur les privatisations françaises

Cette section présente les données, la méthodologie et les résultats obtenus sur un échantillon d'entreprises françaises publiques ayant été privatisées.

3.2.1. Les données

La liste des entreprises privatisées provient des rapports annuels au parlement français. Les données financières sont extraites des bases de données Thomson One Banker et de Worldscope Database qui fournissent les informations financières nécessaires pour notre étude sur les entreprises françaises publiques privatisées et leurs homologues privées. Le nombre restreint des entreprises (20 publiques et 20 privées) qui forme l'échantillon est dû aux fusions et acquisitions de plusieurs entreprises pendant les étapes de cession du secteur public au secteur privé ou ultérieurement, ainsi que du manque des données, surtout quand il s'agit des entreprises anciennement privatisées. Malgré cette limitation, notre étude fournit une nouvelle méthode pour comparer l'efficacité des entreprises qui relèvent de statuts différents.

Notre échantillon est potentiellement composé de toutes les entreprises françaises privatisées depuis 1985 jusqu'à 2002, ainsi que des entreprises privées considérées comme comparables : même période d'observation, même secteur, même pays (si possible) et niveau de chiffre d'affaires et d'effectifs voisins.

Pour constituer notre échantillon nous nous sommes référés aux rapports annuels remis au parlement français sur « *la mise en œuvre des opérations de transfert au secteur privé d'entreprises publiques, d'ouverture de capital d'entreprises publiques et de cession de participations minoritaires de l'État* » préparés par le Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie à partir de janvier 1995. Nous avons également pris en compte la part de l'État dans les capitaux des entreprises publiques publiée annuellement par la base de données Dafsaliens, et consulté divers papiers de recherches et études ainsi que des sites Internet⁸. Selon notre définition de la privatisation, nous comptons 45 entreprises privatisées. Mais malheureusement ce nombre a été réduit à 20 pour deux causes essentielles : la première est due au manque de données sur les entreprises anciennement privatisées ; la deuxième cause est due aux fusions et aux acquisitions de certaines entreprises qui ont perdu de fait leur indépendance et ont été absorbées par d'autres. Par ailleurs, les entreprises récemment privatisées⁹ ne sont pas prises en compte parce que l'étude nécessite la disponibilité des données de l'entreprise trois ans après sa privatisation.

Pour chaque entreprise nous avons sélectionné les données financières annuelles sur sept ans, trois ans avant, trois ans après, ainsi que l'année de la privatisation.

3.2.2. *La méthodologie*

Conformément aux arguments théoriques en faveur des privatisations et des principaux résultats empiriques observés dans la littérature, notre hypothèse principale est que la privatisation a un effet positif sur la performance économique et financière des entreprises publiques. Dans cette étude, la date d'événement est la date de la privatisation de chaque entreprise. Bien évidemment, puisque les entreprises françaises

⁸ <http://www.chez.com/bibelec/publications/eco/privatfrance.htm>.

⁹ Surtout Air France et France Telecom qui sont privatisées en 2004.

n'ont pas été privatisées en une seule fois, cette date varie selon les entreprises considérées.

La méthodologie utilisée consiste à comparer les principaux ratios économiques et financiers des entreprises publiques privatisées avec ceux des entreprises privées comparables (même secteur, chiffre d'affaires et effectifs employés voisins). Ces données ont été collectées sur sept années : trois années avant et après l'année de la privatisation, ainsi que l'année de la privatisation. Il s'agit donc d'une étude sur une période relativement longue.

Les ratios que nous utilisons comme indicateurs de performance économique et financière ainsi que les hypothèses qui sont testées conformément aux études théoriques sont exposés ci-dessous.

Catégorie A : les ratios de rentabilité (*Profitability ratios*)

1. ROS : *Return On Sales* ou taux de marge nette (= Résultat net / Chiffre d'affaires)¹⁰
2. ROA : *Return On Assets* ou rentabilité des actifs (= Résultat net / Actif total)
3. ROE : *Return On Equity* ou rentabilité des capitaux propres (= Résultat net / Fonds propres)
4. EBIT/A : *Earnings Before Interests and Tax / Assets* (= Résultat d'exploitation / Actif total)
5. ROIC : *Return On Invested Capital* (= Résultat net / Capital Investi)

Note : les ratios ROIC et ROA sont assez proches. Le ROA rapporte le résultat net au total des actifs, alors que le ROIC rapporte le résultat net au total des capitaux investis (fonds propres et dettes financières). La différence au dénominateur porte donc sur les passifs d'exploitation.

Selon notre hypothèse, la rentabilité des entreprises nouvellement privatisées (anciennement publiques) devrait augmenter pour plusieurs raisons. D'abord, les nouveaux actionnaires vont chercher à augmenter leurs profits et les nouveaux dirigeants vont devoir se conformer à cet objectif (Yarrow, 1986). La privatisation transférant les droits de contrôle aux actionnaires privés, les dirigeants vont devoir s'intéresser au compte d'exploitation de l'entreprise plutôt que de se conformer aux directives du gouvernement qui cherche, entre autres, à protéger

¹⁰ Ce calcul est la simple forme des ratios, le calcul complet est disponible sur le site de Thomson One Banker, *idem* pour les autres formules.

l'emploi ou, plus généralement, à atteindre ses propres objectifs (Boyko et al., 1996) plutôt que la rentabilité de l'entreprise.

Catégorie B : les ratios de productivité (Productivity ratios)

1. SPE : *Sales Per Employee* ou productivité commerciale (= Ventes Réelles / Nombre d'Employés)
2. IPE : *Income Per Employee* ou bénéfice par employé (= Bénéfice net / Nombre d'employés)
3. APE : *Assets Per Employee* ou productivité des actifs (= Actif total / Nombre d'employés)

À la suite de la privatisation, les entreprises sont amenées à utiliser de manière plus efficace leurs ressources technologiques, humaines et financières, étant donné leur nouvel objectif de maximisation des bénéfices et la réduction et/ou la disparition des subventions publiques dont elles bénéficiaient (Kikeri et al., 1994 ; Boyko et al., 1996).

Catégorie C : les ratios des dépenses d'investissement (Investment capital)

1. CESA : *Capital Expenditures on Sales* (= Dépenses d'investissement / Ventes)
2. CETA : *Capital Expenditures on Total Assets* (= Dépenses d'investissement / Actif total)
3. CEFA : *Capital Expenditures on Fixed Assets* (= Dépenses d'investissement / Actif immobilisés)

En cédant leurs entreprises au secteur privé, l'État s'attend à ce qu'elles augmentent leurs dépenses d'investissement pour être plus efficaces et plus compétitives. De plus, les entreprises nouvellement privatisées ayant accès à de nouvelles sources de financement via les marchés vont être incitées à investir pour croître (Megginson et al. 1994).

Catégorie D : la mesure de l'impact sur l'emploi (Employment)

1. *Employee* : l'impact de la privatisation sur l'emploi est mesuré par le nombre de salariés.

Le niveau d'emploi devrait diminuer à la suite de la privatisation, puisque les entreprises publiques ont tendance à avoir des effectifs en surnombre et que les actionnaires privés vont exiger des réductions de coût et donc des suppressions de postes ; d'autant plus que ces entreprises ne bénéficient plus (ou moins) de subventions publiques. Cependant, Kikeri et al. (1994) estiment que le secteur privé peut absorber ce surplus de travailleurs pour faire face aux besoins de croissance de l'entreprise.

Catégorie E : les ratios d'endettement (Leverage ratios)

1. TDTA : *Total Debt on Total Assets* (= Dette totale / Total actif)
2. TDCE : *Total Debt on Common Equity* (= Dette totale / Fonds propres)
3. LTDCE : *Long Term Debt on Common Equity* (= Dette à long terme / Fonds propres)

La privatisation devrait entraîner une diminution du niveau d'endettement, puisque le gouvernement ne garantit plus les emprunts des entreprises ; ce qui a pour effet d'augmenter leur coût. De plus, de nouvelles sources de financement, comme les émissions d'actions ou d'obligations convertibles vont s'offrir à ces entreprises (Megginson et al., 1994).

D'autres indicateurs financiers comme, par exemple, la politique de dividende, auraient pu être introduits dans cette recherche, mais le manque de données nous a empêchés de les calculer. C'est la raison pour laquelle nous avons limité cette étude à ces ratios qui ont été calculés à partir des bases de données Thomson One Banker et Worldscope.

3.2.3. Les résultats

L'analyse de la performance est basée sur les comparaisons dans le temps des indicateurs de rentabilité, de productivité, d'investissement, d'emploi et d'endettement des entreprises publiques privatisées ; ainsi que de la comparaison des mêmes indicateurs entre des entreprises privatisées et des entreprises privées de taille comparable et de même secteur.

a) *L'évolution des performances des entreprises publiques avant et après leur privatisation*

Pour étudier l'évaluation des performances économiques et financières des entreprises publiques privatisées deux approches sont utilisées. Dans la première, il s'agit de mettre en évidence une différence statistiquement significative entre les ratios de performances des entreprises publiques privatisées trois ans avant et après leurs privatisations ; cette approche est basée sur la méthodologie de Megginson et al. (1994), reprise par Boubakri et Cosset (1999), Alexandre et Charreaux (2004), Dumontier et Laurin (2003) notamment.

Tableau 1 – Comparaison des entreprises publiques trois ans avant et après leur privatisation ($t = -3$ à $+3$)

Ratios	Moyenne avant	Moyenne après	Médiane avant	Médiane après	Change-ment moyenne (après-avant)	% chang moyenne	Change-ment médiane (après-avant)	% Chang médiane	Statistique Z de la différence de médiane	Proportion des entreprises de signe attendu
<i>PROFITABILITY</i>										
ROS	0.3048	2.1423	1.1021	2.1531	1.8375	602.85%	1.0511	95.37%	-2.016	75%
ROA	1.5753	2.4467	2.1743	1.8148	0.8714	55.32%	-0.3594	-16.53%	-0.261	50%
ROE	15.4879	9.0481	7.5917	9.3366	-6.4397	-41.58%	1.7449	22.98%	-0.896	65%
EBITA	3.4481	4.3588	3.3733	2.6094	0.9106	26.41%	-0.7639	-22.65%	-0.523	50%
ROIC	3.6472	5.5850	4.7171	3.8196	1.9378	53.13%	-0.8975	-19.03%	-0.411	55%
<i>PRODUCTIVITY</i>										
SPE	589 507	716 519	195 030	292 134	127 012	21.55%	97 104	49.79%	-3.435	95%
IPE	7 257	17 203	2 489	6 943	9 946	137.05%	4 454	178.99%	-2.203	75%
APE	2 239 632	3 867 321	271 154	351 837	1 627 689	72.68%	80 684	29.76%	-3.696	95%
<i>CAPITAL INVT</i>										
CESA	5.2036	5.0087	4.9630	5.2578	-0.1949	-3.75%	0.2948	5.94%	-0.149	40%
CETA	4.1671	3.7209	4.6763	4.2373	-0.4463	-10.71%	-0.4390	-9.39%	-1.120	40%
CEFA	7.6580	10.3534	8.5785	9.0863	2.6954	35.20%	0.5078	5.92%	-0.933	50%
<i>EMPLOYMENT</i>										
NB EMPL	55739	62938	45059	53385	7198	12.91%	8327	18.48%	-0.971	65%
<i>LEVERAGE</i>										
TDTA	27.766	26.130	27.127	23.460	-1.636	-5.89%	-3.667	-13.52%	-0.672	45%
TDCE	662.266	391.908	140.772	116.704	-270.358	-40.82%	-24.068	-17.10%	-1.269	40%
LTDC	115.927	94.595	115.500	67.491	-21.332	-18.40%	-48.009	-41.57%	-0.896	35%

Conformément aux études précédentes, nous observons une forte augmentation des moyennes des ratios des performances des entreprises privatisées trois ans avant et après leurs privatisations (tableau 1). Par exemple, le taux de marge nette (ROS) passe en moyenne de 0,30 % (3 ans avant) à 2,14 % (3 ans après). Ainsi, le pourcentage de changement des moyennes de taux de marge nette (ROS) atteint le chiffre de +602,85 %, alors que ce pourcentage n'est que de 3 % chez Megginson et al. (2004) et 2,5 % chez Boubakri et Bosset (1999). Le Z de Wilcoxon est égal à -2.016 ; ce qui atteste de la significativité de

cette augmentation. Enfin, la proportion d'entreprises ayant le signe d'évolution attendu (i.e. amélioration de la rentabilité) est de 75 %. Quant aux autres ratios de profitabilité, nous remarquons aussi une augmentation significative dans les moyennes et les médianes. Résultat analogue pour les ratios de productivité avec une forte significativité, alors que les capitaux consacrés aux investissements par rapport aux actifs totaux et des ventes diminuent. Mais cette baisse ne provient pas d'une réduction des actifs utilisés mais de l'accroissement du chiffre d'affaires des entreprises. En effet, si on observe une augmentation des capitaux engagés suite à la privatisation, l'augmentation de l'activité des entreprises compense, et au-delà, cette hausse. Seuls les ratios d'endettement connaissent une forte diminution suite à la privatisation. Cette diminution s'explique par le fait que les dettes des entreprises privatisées ne sont plus garanties par l'État, ainsi que par les nouvelles politiques d'autofinancement. Le seul résultat contraire aux études précédentes, notamment celle de Megginson et *al.* (2004), est que l'emploi augmente suite aux privatisations. Cette augmentation du niveau d'emploi s'explique par l'augmentation du niveau d'activité des entreprises privatisées.

La deuxième approche consiste à découper en deux sous-périodes l'analyse. Il s'agit, ainsi, de comparer les différences de moyennes et de médianes des ratios des entreprises privatisées pour les périodes avant les privatisations ($t = -3$ à 0) et après les privatisations ($t = 0$ à $+3$). En comparant les ratios calculés trois ans avant la privatisation avec ceux de l'année de l'évènement (tableau 2), nous trouvons une hausse dans les moyennes ainsi que dans les médianes des ratios de rentabilité, de productivité, d'investissement et d'emploi ; et une baisse dans les moyennes et les médianes des ratios d'endettement.

On observe les mêmes tendances (tableau 3), lorsqu'on compare les ratios calculés l'année de la privatisation avec ceux calculés trois ans après. Ces résultats sont conformes aux résultats obtenus lors de la comparaison des mêmes ratios trois ans avant et trois ans après les privatisations.

L'examen des tableaux 2 et 3 montre que l'amélioration des indicateurs de performance est plus forte pour la période antérieure à la privatisation ($t = -3$ à 0) que pour la période suivante ($t = 0$ à $+3$). Ce constat peut s'expliquer par le fait que, voulant introduire sur le marché ses entreprises et les rendre attractives pour des investisseurs privés, l'État améliore pendant cette période la performance de

l'entreprise destinée à la privatisation. On constate que cette amélioration est due, en grande partie, aux changements opérés peu de temps avant la privatisation.

Tableau 2 – Comparaison des entreprises publiques trois ans avant et au moment de leur privatisation ($t = -3$ à 0)

Ratios	Moyenne avant	Moyenne après	Médiane avant	Médiane après	Changement moyen (après-avant)	% chang moyenne	Changement médiane (après-avant)	% chang médiane	Statistique Z de la différence de médiane	Proportion des entreprises de signe attendu %
PROFITABILITY										
ROS	0.3048	1.2963	1.1021	1.7657	0.9915	325.31%	0.6636	60.22%	-0.859	55%
ROA	1.5753	2.1886	2.1743	1.7494	0.6133	38.93%	-0.4249	-19.54%	-0.261	45%
ROE	15.4879	9.8110	7.5917	12.1465	-5.6768	-36.65%	4.5547	60.00%	-0.187	50%
EBITA	3.4481	3.9216	3.3733	3.3020	0.4735	13.73%	-0.0713	-2.11%	-0.075	45%
ROIC	3.6472	5.3536	4.7171	5.9340	1.7064	46.79%	1.2169	25.80%	-0.149	50%
PRODUCTIVITY										
SPE	589 507	664 956	195 030	273 345	75 449	12.80%	78 315	40.16%	-2.053	85%
IPE	7 257	9 418	2 489	2 835	2 161	29.77%	347	13.93%	-1.045	60%
APE	2 239 632	2 924 052	271 154	311 602	684 420	30.56%	40 449	14.92%	-1.307	75%
CAPITAL INVT										
CESA	5.2036	5.4803	4.9630	3.9285	0.2767	5.32%	-1.0345	-20.84%	-0.224	45%
CETA	4.1671	4.2451	4.6763	3.9782	0.0780	1.87%	-0.6981	-14.93%	-0.784	45%
CEFA	7.6580	8.0713	8.5785	8.5620	0.4133	5.40%	-0.0166	-0.19%	-0.261	50%
EMPLOYMENT										
NB EMPL	55739	58446	45059	46415	2706	4.86%	1356	3.01%	-0.597	50%
LEVERAGE										
TDTA	27.766	24.664	27.127	21.478	-3.102	-11.17%	-5.649	-20.82%	-1.529	60%
TDCE	662.266	456.473	140.772	135.940	-205.793	-31.07%	-4.832	-3.43%	-1.690	30%
LTDCE	115.927	101.941	115.500	73.312	-13.986	-12.06%	-42.188	-36.53%	-1.610	30%

Tableau 3 – Comparaison des entreprises publiques trois ans avant et au moment de leur privatisation ($t = 0$ à $+3$)

Ratios	Moyenne avant	Moyenne après	Médiane avant	Médiane après	Changement moyen (après-avant)	% chang moyenne	Changement médiane (après-avant)	% chang médiane	Statistique Z de la différence de médiane	Proportion des entreprises de signe attendu
PROFITABILITY										
ROS	1.2963	2.142266	1.7657	2.1531	0.8459	65.26%	0.3874	21.94%	-1.605	65%
ROA	2.1886	2.446743	1.7494	1.8148	0.2582	11.80%	0.0654	3.74%	-0.485	60%
ROE	9.8110	9.048145	12.1465	9.3366	-0.7629	-7.78%	-2.8098	-23.13%	-0.299	50%
EBITA	3.9216	4.358751	3.3020	2.6094	0.4372	11.15%	-0.6927	-20.98%	-0.373	55%
ROIC	5.3536	5.584993	5.9340	3.8196	0.2314	4.32%	-2.1144	-35.63%	-0.485	55%
PRODUCTIVITY										
SPE	664 956	716519.3	273 345	292 134	51 563.0669	7.75%	18 789.2012	6.87%	-2.688	70%
IPE	9 418	17202.77	2 835	6 943	7 785.1869	82.67%	4 107.5175	144.88%	-2.053	65%
APE	2 924 052	3867321	311 602	351 837	943 269	32.26%	40 234.8430	12.91%	-3.435	90%
CAPITAL INVT										
CESA	5.4803	5.008715	3.9285	5.2578	-0.4716	-8.60%	1.3293	33.84%	-0.261	50%
CETA	4.2451	3.720873	3.9782	4.2373	-0.5243	-12.35%	0.2591	6.51%	-1.456	35%
CEFA	8.0713	10.3534	8.5620	9.0863	2.2821	28.27%	0.5243	6.12%	-0.635	50%
EMPLOYMENT										
NB EMPL	58446	62937.65	46415	53385	4 491.9500	7.69%	6 970.5000	15.02%	-0.075	55%
LEVERAGE										
TDTA	24.664	26.13037	21.478	23.460	1.4663	5.94%	1.9823	9.23%	-0.597	50%
TDCE	456.473	391.9079	135.940	116.704	-64.5648	-14.14%	-19.2359	-14.15%	-0.635	35%
LTDCE	101.941	94.59488	73.312	67.491	-7.3461	-7.21%	-5.8208	-7.94%	-0.597	45%

b) La comparaison des performances des entreprises publiques avec leurs homologues du privé

Les résultats antérieurs montrent que la privatisation a des effets positifs sur la performance des entreprises publiques privatisées. Mais une question demeure : dans quelle mesure cette amélioration est-elle due à des facteurs économiques généraux (conditions de marché, croissance de l'économie) ou aux changements organisationnels accompagnés par la privatisation ? Afin d'essayer de répondre à cette question nous avons comparé les indicateurs de performance des entreprises publiques privatisées avec leurs homologues privées. Comme ces deux types d'entreprises sont observés sur les mêmes périodes, cela permet de neutraliser l'impact éventuel des conditions de marché et de l'environnement économique général. La privatisation devient alors le seul facteur susceptible d'expliquer un éventuel écart dans l'amélioration de la performance.

Tableau 4 – Comparaison des entreprises publiques et privées trois ans avant et après (-3 à +3)

Ratios	Moyenne publiques	Moyenne privées	Médiane publiques	Médiane privées	Changement moyenne (priv-pub)	% chang moyenne	Changement médiane (priv-pub)	% chang médiane	Statistique Z de la différence de médiane	Proportion des entreprises de signe attendu
<i>PROFITABILITY</i>										
ROS	0.3048	2.6131	1.1021	2.6838	2.3083	757.33%	1.5817	143.52%	-2.016	70%
ROA	1.5753	3.4599	2.1743	2.1673	1.8846	119.63%	-0.0069	-0.32%	-1.493	70%
ROE	15.4879	12.1270	7.5917	13.0254	-3.3609	-21.70%	5.4337	71.57%	-1.269	70%
EBITA	3.4481	5.7636	3.3733	5.0698	2.3155	67.15%	1.6965	50.29%	-1.232	65%
ROIC	3.6472	8.9242	4.7171	9.7479	5.2769	144.68%	5.0308	106.65%	-2.053	65%
<i>PRODUCTIVITY</i>										
SPE	589 507	322 596	195 030	173 864	-266 911	-45.28%	-21 167	-10.85%	-0.224	40%
IPE	7 257	7 869	2 489	4 408	612	8.43%	1 919	77.13%	-1.531	60%
APE	2 239 632	1 059 610	271 154	258 545	-1 180 022	-52.69%	-12 608	-4.65%	-0.373	45%
<i>CAPITAL INVT</i>										
CESA	5.2036	9.7258	4.9630	3.8729	4.5222	86.90%	-1.0901	-21.96%	-0.299	50%
CETA	4.1671	5.8800	4.6763	4.7803	1.7129	41.10%	0.1040	2.22%	-1.456	60%
CEFA	7.6580	13.2057	8.5785	9.4059	5.5476	72.44%	0.8274	9.64%	-0.784	50%
<i>EMPLOYMENT</i>										
NB EMPL	55739	49330	45059	28387	-6410	-11.50%	-16672	-37.00%	-0.336	50%
LEVERAGE										
TDTA	27.766	18.758	27.127	15.052	-9.008	-32.44%	-12.075	-44.51%	-1.829	30%
TDCE	662.266	452.575	140.772	66.132	-209.691	-31.66%	-74.639	-53.02%	-1.232	40%
LTDCE	115.927	199.440	115.500	44.888	83.513	72.04%	-70.612	-61.14%	-1.195	35%

Dans ce type de comparaison, nous avons constaté une amélioration des performances dans les deux types de firmes sur notre fenêtre d'observation. Mais – et cela est important à noter – cette amélioration est plus forte dans les entreprises privatisées que dans les entreprises privées. Le tableau 4 (publiques / privées ; t = -3) montre que les

moyennes et les médianes des ratios des performances entreprises privées sont beaucoup plus élevées que ceux des entreprises publiques. Ainsi, trois ans avant la date de privatisation, le taux de marge nette (ROS) des entreprises publiques est de 0,30 %, alors que celui des entreprises privées comparables est de 2,61 %. Le pourcentage de changement des moyennes (médianes) du taux de marge nette (ROS) atteint le chiffre de 757,33 % (143,52 %) avec une significativité de -2,016 (Z de Wilcoxon). Par ailleurs, 70 % des entreprises affichent le signe attendu. De même pour les autres ratios de profitabilité, ainsi que les ratios de productivité, et de capital investi. On observe également que l'indicateur de l'emploi et les ratios d'endettement sont plus élevés pour les entreprises publiques que pour leurs homologues privées. Cela confirme l'idée que les entreprises publiques sont plus endettées et affichent avant leur privatisation des sureffectifs par rapport au privé. Ces résultats confortent les théories justifiant la meilleure performance économique et financière de la gestion privée par rapport à celle du public.

Tableau 5 – Comparaison des entreprises privées et publiques trois ans après la date de privatisations ($t= +3$)

Ratios	Moyenne publiques	Moyenne privées	Médiane publiques	Médiane privées	Changement moyenne (priv-pub)	% chang moyenne	Changement médiane (priv-pub)	% chang médiane	Statistique Z de la différence de médiane	Proportion des entreprises de signe attendu
PROFITABILITY										
ROS	2.1423	2.4351	2.1531	2.5959	0.2929	13.67%	0.4428	20.56%	-0.299	60%
ROA	2.4467	3.1773	1.8148	2.5187	0.7306	29.86%	0.7039	38.78%	-0.784	60%
ROE	9.0481	7.2288	9.3366	10.9660	-1.8193	-20.11%	1.6294	17.45%	-0.224	60%
EBITA	4.3588	5.0661	2.6094	5.0188	0.7073	16.23%	2.4094	92.34%	-0.971	75%
ROIC	5.5850	6.5900	3.8196	7.1920	1.0050	18.00%	3.3724	88.29%	-0.821	60%
PRODUCTIVITY										
SPE	716 519	422 753	292 134	261 787	-293 767	-41.00%	-30 347	-10.39%	-0.523	45%
IPE	17 203	8 643	6 943	6 931	-8 560	-49.76%	-12	-0.17%	-0.187	50%
APE	3 867 321	1 636 731	351 837	388 289	-2 230 590	-57.68%	36 452	10.36%	-0.149	50%
CAPITAL INVT										
CESA	5.0087	4.9412	5.2578	3.7463	-0.0675	-1.35%	-1.5115	-28.75%	-1.195	30%
CETA	3.7209	3.7398	4.2373	3.5605	0.0189	0.51%	-0.6768	-15.97%	-0.187	50%
CEFA	10.3534	9.0005	9.0863	8.2193	-1.3529	-13.07%	-0.8671	-9.54%	-0.448	45%
EMPLOYMENT										
NB EMPL	62938	59195	53 385	66240	-3743	-5.95%	12 854	24.08%	-0.224	45%
LEVERAGE										
TDTA	26.130	19.661	23.460	17.152	-6.469	-24.76%	-6.307	-26.89%	-1.755	30%
TDCE	391.908	247.590	116.704	113.700	-144.318	-36.82%	-3.004	-2.57%	-2.016	25%
LTDCE	94.595	96.828	67.491	59.194	2.233	2.36%	-8.297	-12.29%	-0.821	35%

Trois ans après les privatisations (tableau 5), les entreprises privées affichent toujours de meilleurs ratios de rentabilité (ROS, ROA, EBITA, ROIC, CETA) que les entreprises publiques privatisées. Cette supériorité de la gestion du secteur privé sur celle du secteur public

diminue cependant avec le temps, notamment trois ans après les privatisations. Par exemple, le changement dans les moyennes de ROS s'établit à 13,67 % au lieu de 757,33 % (en passant par 111,73 %) avec un Z de Wilcoxon de -0.299 au lieu de -2,016 (en passant par -1,941 pour l'année 0). Même observation pour le changement des médianes qui est de 20,56 % trois ans après au lieu de 143,52 %. La plupart des autres ratios connaissent le même sens de variation. Ces variations présentées par les pourcentages de changement des moyennes et des médianes ainsi que par les statistiques Z de Wilcoxon ont tendance à diminuer avec le temps. Cela tend à démontrer qu'avec la privatisation les entreprises anciennement publiques redeviennent « normales ».

Tableau 6 – Comparaison des entreprises privées et publiques trois ans avant les privatisations (moyennes)

Ratios	Moyenne publiques	Moyenne privées	Médiane publiques	Médiane privées	Changement moyenne (priv-pub)	% chang moyenne	Changement médiane (priv-pub)	% chang médiane	Statistique Z de la différence de médiane	Proportion des entreprises de signe attendu
PROFITABILITY										
ROS	0.8833	2.8198	1.4718	2.4516	1.9365	219.22%	0.9799	66.58%	-2.501	75%
ROA	1.8605	3.6029	2.5603	2.3996	1.7425	93.66%	-0.1607	-6.28%	-1.717	65%
ROE	-19.9641	13.0204	7.3634	12.9122	32.9846	165.22%	5.5487	75.36%	-1.941	65%
EBITA	3.7091	6.0742	3.1131	5.5242	2.3651	63.77%	2.4111	77.45%	-1.605	70%
ROIC	4.4139	9.2609	6.2869	9.7147	4.8471	109.81%	3.4278	54.52%	-2.091	70%
PRODUCTIVITY										
SPE	639.410	328.811	206.756	199.047	-310.599	-48.58%	-7.709	-3.73%	-0.187	50%
IPE	8.153	8.840	3.445	4.655	686	8.42%	1.210	35.14%	-1.680	70%
APE	2.449.871	1.126.702	290.797	278.060	-1.323.169	-54.01%	-12.736	-4.38%	-0.224	60%
CAPITAL INVT										
CESA	5.5771	6.0986	4.6032	3.6520	0.5214	9.35%	-0.9513	-20.67%	-0.971	25%
CETA	4.2990	4.7317	4.1401	4.6427	0.4327	10.07%	0.5026	12.14%	-0.933	55%
CEFA	9.8658	11.6768	9.2161	8.7737	1.8109	18.36%	-0.4423	-4.80%	-0.299	50%
EMPLOYMENT										
NB EMPL	55458	49285	45073	30753	-6173	-11.13%	-14320	-31.77%	-0.299	50%
LEVERAGE										
TDTA	26.329	18.141	24.123	11.259	-8.188	-31.10%	-12.864	-53.33%	-1.904	35%
TDCE	628.859	408.954	171.236	63.091	-219.906	-34.97%	-108.145	-63.16%	-1.867	35%
LTDCE	141.452	172.047	106.143	43.946	30.595	21.63%	-62.196	-58.60%	-1.643	35%

On observe les mêmes résultats en faveur des entreprises privées lorsqu'on compare les moyennes des ratios des entreprises publiques privatisées avec ceux des entreprises privées calculés sur la période de trois années qui précède les privatisations (tableau 6) ainsi qu'avec ceux calculés sur la période de trois années qui suit les privatisations (tableau 7). Par exemple, nous avons trouvé que la différence pour le ROS moyen est de 219 % avec un Z de -2,50 pour la période de trois années avant les privatisations alors qu'il n'est plus que de 11,70 % avec un Z de -0,11 ; même observations pour les autres ratios.

Tableau 7 – Comparaison des entreprises privées et publiques trois ans après les privatisations (moyennes)

Ratios	Moyenne publiques	Moyenne privées	Médiane publiques	Médiane privées	Changement moyenne (priv-pub)	% chang moyenne	Changement médiane (priv-pub)	% chang médiane	Statistique Z de la différence de médiane	Proportion des entreprises de signe attendu
PROFITABILITY										
ROS	2.4404	2.7260	2.3854	2.3410	0.2856	11.70%	-0.0445	-1.86%	-0.112	45%
ROA	2.6908	3.3681	2.5041	2.2926	0.6773	25.17%	-0.2115	-8.44%	-1.083	65%
ROE	11.0176	10.0257	10.6866	12.0448	-0.9919	-9.00%	1.3582	12.71%	-0.187	55%
EBITA	4.4961	5.3795	4.2644	4.9362	0.8835	19.65%	0.6718	15.75%	-0.859	60%
ROIC	6.3226	7.2463	5.5461	7.4358	0.9237	14.61%	1.8897	34.07%	-0.747	55%
PRODUCTIVITY										
SPE	716 857	401 536	290 341	259 694	-315 321	-43.99%	-30 646	-10.56%	-0.560	55%
IPE	15 810	8 727	6 108	7 447	-7 084	-44.81%	1 340	21.93%	-0.448	55%
APE	3 559 939	1 526 144	338 466	379 866	-2 033 795	-57.13%	41 401	12.23%	-0.112	50%
CAPITAL INVT										
CESA	5 6253	5 0561	5 3640	3 6976	-0 5691	-10.12%	-1 6665	-31.07%	-0 971	45%
CETA	4 0079	3 9689	3 8986	3 3525	-0 0390	-0.97%	-0 5460	-14.01%	-0 448	65%
CEFA	9 9336	9 8792	10 6241	8 8705	-0 0544	-0.55%	-1 7535	-16.51%	-0 821	40%
EMPLOYMENT										
NB EMPL	60297	58872	52839	62356	-1425	-2.36%	9517	18.01%	-0.187	50%
LEVERAGE										
TDTA	26.085	19.700	23.196	15.351	-6.385	-24.48%	-7.846	-33.82%	-1.605	40%
TDCE	419.429	269.092	125.187	109.693	-150.337	-35.84%	-15.493	-12.38%	-1.008	35%
LTDCE	98.320	100.524	65.436	54.141	2.204	2.24%	-11.295	-17.26%	-0.299	40%

Au total, ces résultats confirment, sur la base de notre échantillon, la supériorité de la performance économique et financière des entreprises du secteur privé par rapport à celles du secteur public. Ils permettent également de rejeter l'hypothèse que l'amélioration des performances des entreprises privatisées vient des seuls facteurs du marché. Ceci étant, notre étude comporte une limite importante : la taille de l'échantillon des entreprises publiques privatisées (20 au total). Deux raisons expliquent cette situation : la première se trouve dans les opérations de fusions et d'acquisition qui ont entraîné la disparition de certaines entreprises privatisées en tant que sociétés indépendantes ; la deuxième est le manque de certaines données sur les entreprises anciennement privatisées.

Conclusion

Les tests réalisés dans le but de comparer les performances économiques et financières des entreprises publiques avant et après leur privatisation, ainsi que ceux visant à comparer les performances des entreprises publiques à celles de leurs homologues privées permettent de valider l'hypothèse théorique en faveur de la supériorité de la gestion privée sur la gestion publique en matière de performances économiques

et financières. Ce résultat trouve son origine dans les nombreux facteurs cités dans les théories des droits de propriété, de l'agence, des choix public et de l'efficacité X, facteurs que nous avons rappelés dans la première partie de cet article.

Conformément aux études empiriques antérieures, qui montrent généralement un impact positif de la privatisation sur la performance des entreprises, nous avons constaté les mêmes résultats en adoptant la méthodologie de la comparaison des ratios de performance avant et après la privatisation. Par ailleurs, nous avons cherché à éliminer l'effet des facteurs économiques généraux liés aux conditions du marché en adoptant une nouvelle approche. C'est ainsi que nous avons comparé les principaux indicateurs de performance des entreprises publiques privatisées avec ceux des entreprises ayant toujours été privées. Cette méthodologie nous a permis de suivre l'amélioration dans le temps des ratios et nous avons ainsi pu mettre en évidence une nette amélioration des indicateurs de performance économique et financière des entreprises publiques suite à leur privatisation. Il ressort clairement de cette étude que la privatisation des entreprises publiques françaises a eu un impact positif sur leurs performances économiques et financières. Privatiser n'est donc pas neutre et le mode de propriété a son importance. Mais au-delà de cette observation, beaucoup d'autres variables restent à explorer pour comprendre comment ce changement opère sur le management de ces entreprises. Ainsi, cette étude mériterait d'être approfondie en intégrant des variables de nature organisationnelle et des variables de gouvernance.

Bibliographie

Albouy M. (2002), « Finance des organisations publiques et des entreprises privées : convergence ou rupture ? » in G. Cliquet et G. Orange. (Eds), *Organisations Privées, Organisations Publiques*, Publication de l'Université de Rouen, p. 13-32.

Alexandre H. et Charreaux G. (2004), « L'efficacité des privatisations françaises », *Revue Économique*, vol. 55, n° 4, juillet, p. 791-821.

Alexandre H. et Charreaux G. (2004), « Efficiency of French privatizations : A Dynamic Vision », *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, n° 3, June, p. 467-494.

- Bach S. (2000), « Decentralization and Privatization in Municipal Services : The Case of Health Services », in *Programme des activités sectorielles*, BIT, Genève, document de travail n° 164.
- Bishop M.R. et Kay J.A. (1989), « Privatization in the United Kingdom : Lessons from Experience », *World Development*, vol. 17, n° 5, p. 643-657.
- Boardman A.E., Laurin C. et Vining A.R. (2002), « Privatization in Canada : Operating, Financial and Stock Price Performance with International Comparisons », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 19, n° 2, p. 137-154.
- Boardman A.E. et Vining A.R. (1989), « Ownership and Performance in Competitive Environments : A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises », *Journal of Law and Economics*, vol. 32, n° 1, p. 1- 33.
- Boubakri N. et Cosset J.C. (1998), « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms : Evidence from Developing Countries », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 3, p. 1083-1112.
- Boubakri N. et Cosset J.C. (2000), « The Aftermarket Performance of Privatization Offerings in Developing Countries », document de recherche, HEC Montréal.
- Boubakri N., Cosset J.C. et Guedhami O. (2005), « Liberalization, Corporate Governance and the Performance of Privatized Firms in Developing Countries », *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, n° 5, p. 767-790.
- Boyko M., Shleifer A. et Vishny R.W. (1996), « A Theory of Privatization », *Economic Journal*, vol. 106, p. 309-319.
- Buchanan J. et Tollison R., (1972), « Theory of Public Choice : Political Application of Economics », *The University of Chicago Press*, Chicago.
- Caves D.W et Christensen L.R. (1980), « The Relative Efficiency of Public and Private Firms in a Competitive Environment : The Case of Canadian Railways », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 5, p. 958-976.
- Charreaux G. (1996), « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, n° 111, novembre-décembre, p. 50-64
- Charreaux G. (1997), « L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace ? », *Revue Française de Gestion*, n° 115, septembre-octobre, p. 38-56.

- Denis-Judicis X. et Petit J.-P. (1998), *Les privatisations*, Éditions Montchrestien.
- D'Souza J. et Megginson W.L. (1999), « The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 4, p. 1397-1438.
- Dumontier P. et Laurin C. (2003), « Financial Impact of the French Government Nationalisation-Privatization Strategy », in *European Financial Management Association International Conference*, Helsinki-Finland, CERAG Grenoble.
- Eckel C., Eckel D. et Singal V. (1997), « Privatization and Efficiency : Industry Effects of the Sale of British Airways », *Journal of Financial Economics*, vol. 43, n° 2, p. 275-298.
- Ehrlich I., Gallais-Hamonno G. et Lutter R. (1990), « Performances comparées des entreprises publiques et privées : l'exemple des grandes compagnies aériennes », document de recherche, Institut Orléanais de Finance.
- Galal A., Jones L., Tandon P. et Vogelsang I. (1994), *Welfare Consequences of Selling Public Enterprises*, Oxford University Press.
- Harper J.T. (2001), « Short-Term Effects of Privatization on Operating Performance in the Czech Republic », *Journal of Financial Research*, vol. 24, n° 1, p. 119-131.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Jones S.L., Megginson W.L., Nash R.C., et Netter J.M. (1999), « Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, n° 2, p. 217-253.
- Kikeri S., Nellis J. et Shirley (1994), « Privatization : Lessons from Market Economics », *The World Bank Research Observer*, vol. 9.
- La Porta R. et Lopez de Silanes (1999), « Benefits of Privatization : Evidence from Mexico », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, n° 4, p. 1193-1242.
- Leibenstein H. (1978), *General X-Efficiency Theory and Economic Development*, Oxford University Press.
- Mahboobi L. (2001), « Recent Privatization Trends in OECD countries », *Financial Market Trends*, n° 79, p. 43-64, <http://www.oecd.org>.

- Mahboobi L. (2002), « Recent Privatization Trends in OECD countries », *Financial Market Trends*, n° 82, p. 43-58, <http://www.oecd.org>.
- Megginson W.L., et Netter J.M. (2001), « From State To Market : A Survey of Empirical Studies on Privatization », *Journal of Economic Literature*, vol. 39, n° 2, p. 321-389.
- Megginson W.L., Netter J.M. et Schwartz A.L. (2000), « The Long-Run Return to Investors in Share Issue Privatization », *Financial Management*, vol. 29, n° 1, p. 67-77.
- Megginson W.L., Nash R.C. et Randenborg M.V. (1994), « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms : An International Empirical Analysis », *Journal of Finance*, vol. 49, n° 2, p. 403-452.
- Nellis J. (1999), « Time to Rethink Privatization in Transition Economies? », *International Finance Corporation Working Paper*, n° 38, World Bank Group, Washington D.C.
- Pollit M.G. (1997), « The Impact of Liberalization on the Performance of the Electric Supply Industry : An International Survey », *Journal of Energy Literature*, vol. 3, n° 2, p. 3-31.
- Ramamurti R. (1997), « Testing the Limits of Privatization : Argentine Railroads », *World Development*, vol. 25, n° 12, p. 1973-1993.
- Shleifer A., (1998), « State versus Private Ownership », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, n° 4, p. 133-150.
- Simon Y. et Tézenas du Montcel H. (1977), « Théorie de la firme et réforme de l'entreprise. Une contribution de la théorie des droits de propriété », *Revue Économique*, mai, p. 321-351.
- Taskin F. et Zaim O. (1997), « The Comparative Performance of the Public Enterprise Sector in Turkey : A Malmquist Productivity Index Approach », *Journal of Comparative Economics*, vol. 25, n° 2, p. 129-157.
- Vickers J. et Yarrow G. (1991), « Economic Perspectives on Privatisation », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, n° 2, p. 111-132.
- Yarrow G. (1986), « Privatization in Theory and Practice », *Economic Policy*, vol. 2, p. 324-364.

**Annexe – Liste des entreprises publiques
privatisées de l'échantillon et des
entreprises privées utilisées pour la
comparaison**

<i>Nom de l'entreprise privatisée</i>	<i>Date de la privatisation</i>	<i>Part de l'État avant</i>	<i>Part de l'État après</i>	<i>La société benchmark</i>
AEROSPATIALE MATRA	1999 Juin 03	83,00 %	47,00 %	DASSAULT AVIATION
AGF SA	1996 Juin 10	56,00 %	02,00 %	AXA SOCIETE ANONYME
AVENTIS SA	1993 Décembre 03	56,00 %	00,00 %	AKZO NOBEL N.V,
BNP PARIBAS	1993 Octobre 22	72,89 %	00,00 %	SOCIETE GENERALE
BULL SOCIETE ANONYME	1995 Septembre 11	79,20 %	49,20 %	SAGEM SA
CCF SA	1987 Mai 07	100,0 %	06,00 %	CREDIT AGRICOLE SA
CGE	1987 Mai 23	100,0 %	00,00 %	NOKIA OYJ
CNP ASSURANCES	1998 Juillet 20	52,50 %	01,20 %	AVIVA PLC
CREDIT LYONNAIS SA	1999 Juin 28	90,00 %	10,00 %	DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
SOCIETE ELF AQUITAINE SA	1994 Février 22	50,78 %	13,00 %	ESSO SOCIETE ANONYME FRANCAISE
ERAMET	1999 Février 12	55,10 %	27,80 %	CFF RECYCLING
PECHINEY SA	1995 Décembre 22	55,80 %	11,55 %	INCO, LIMITED
RENAULT	1996 Juillet 01	52,05 %	46,03 %	PEUGEOT S.A,
SAINT GOBAIN	1986 Novembre 24	100,0 %	00,00 %	BOUYGUES SA
SEITA	1995 Février 24	100,0 %	12,50 %	ALTADIS SA
SOCIETE GENERALE	1987 Juin 27	100,0 %	00,00 %	BARCLAYS PLC
SUEZ	1987 Octobre 17	100,0 %	00,00 %	RWE AG
THALES	1998 Juin 04	58,00 %	40,00 %	ZODIAC SA
THOMSON	2000 Octobre 05	51,73 %	36,56 %	ALSTOM SA
TOTAL SA	1992 Juillet 26			ROYAL DUTCH PETROLEUM COMPANY