

Le point sur les privatisations¹

Hervé Alexandre

Professeur

Université de Bourgogne

**FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations**

Cahier du FARGO n° 1051203

Décembre 2005

L'objectif de ce « Point sur... » est de présenter les principales tendances actuelles guidant les recherches concernant le phénomène des privatisations. Suivant le mouvement observé en pratique depuis la fin des années quatre-vingt dix, les recherches se focalisent sur les privatisations des pays émergents et (ou) sortant d'une économie planifiée et centralisée. Les privatisations menées actuellement dans les pays de l'OCDE concernent des entreprises agissant sur des secteurs réglementés, souvent en position de monopole, et suscitent une littérature plutôt axée sur les problèmes de recherche d'une réglementation optimale que nous n'aborderons pas ici.

The objective of this "Point sur..." is to present the principal tendencies guiding research relating to privatizations. According to the movement observed in practice, since the end of the nineties, researches are focused on privatizations in emergent countries and (or) outgoing of a planned and centralized economy. Privatizations currently carried out in the OECD countries relate to companies acting on regulated sectors, often in position of monopoly, and cause a literature centered on the problems of the search for an optimal regulation which we will not approach here.

« - Vous n'avez qu'une petite exploitation, répondit Mr Gruffydd. Les autres ne pensent pas comme vous, ni ne donnent les mêmes salaires que vous. Voilà le mal. Vous dirigez vous-même votre charbonnage. Tandis que la plupart des autres mines sont administrées par des gens payés, et leurs propriétaires ne s'intéressent qu'aux profits. Ce sont eux, les riches et paresseux propriétaires, ainsi que les actionnaires trop exigeants, qui sont nos ennemis. (...)

- Keir Hardie soutient que les mines devraient être bien public, comme les Postes expliqua Ianto. »
Llewelyn (1940).

Ce dialogue, ancien, entre mineurs gallois met en avant le caractère conflictuel et très politique de la nature de la propriété des entreprises. Le choix de la détention publique ou privée des moyens de production est ainsi longtemps resté dans la sphère de l'idéologie et de la politique et n'a d'ailleurs

¹Je tiens à remercier Catherine Refait, Alain Schatt, Gérard Charreaux et Philippe Desbrières pour leurs relectures et conseils. Toute erreur ou imprécision me sont bien entendu totalement imputables.

été envisagé que sous l'angle des nationalisations jusqu'aux années 70. Ce n'est qu'à partir des années 80 que les programmes de privatisation se sont multipliés dans le monde (même si, comme il apparaît dans l'ouvrage de Jacquillat (1985), les privatisations ont débuté dans le monde dès les années 60). Scientifiquement, les privatisations ont alors été envisagées sous un angle économique et non plus politique et les travaux scientifiques concernant les privatisations se sont focalisés sur la performance de ce type d'opération dans un but de légitimation : une entreprise possédée par des actionnaires privés était-elle plus performante qu'une entreprise identique détenue par l'état ?

Le cadre d'analyse utilisé pour justifier l'efficacité des privatisations est principalement issu des théories contractuelles² (théorie des droits de propriété, théorie des coûts de transaction et théorie de l'agence). 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, 1997), 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. L'inefficacité des entreprises publiques, mais surtout l'incapacité de l'état à assurer le financement du développement des firmes sous tutelle étatique explique ce phénomène.

La plupart des études empiriques a longtemps focalisé sur la performance financière semblant montrer que cette dernière s'accroissait significativement après la privatisation (Megginson (2000), Megginson et Netter (2000), Megginson et al. (1994), Megginson et D'Souza (1999)). Mais la performance y est souvent mesurée à partir d'indicateurs assez limités dans leur capacité à appréhender les différences réelles de performance entre les structures publiques et les structures privées. En effet, les mesures de performance utilisées³ ne retiennent ni la rentabilité de l'actif ni celle des fonds propres qui sont pourtant deux mesures fondamentales dans l'analyse de la performance et de la création de valeur. Ensuite, la démarche empirique utilisée, qui consiste à comparer les médianes de performance avant et après la privatisation, s'avère également limitée et ne permettant pas d'appréhender correctement l'effet des privatisations. De plus, ces résultats n'abordent pas réellement la dynamique organisationnelle résultant de ces privatisations (voir à ce sujet, Alexandre et Charreaux, 2004). Or, et le dialogue entre les mineurs gallois illustre un fait ; le choix entre structure privée et structure publique de détention et de contrôle n'est pas limité à une

² Voir Villalonga (2000, p. 45).

³ Les mesures de performances retenues sont la profitabilité, les ventes, l'emploi, l'investissement et le levier financier qui ne sont pas, pour certaines, directement des mesures de performance mais de levier de la performance à venir.

comparaison mécanique de la performance financière mais suppose également un lien avec les caractéristiques organisationnelles des firmes privatisées.

Récemment encore, D'Souza et al. (2005), s'ils concluent toujours à la supériorité de la performance (à l'aide des mêmes mesures et mêmes tests que précédemment) des firmes privatisées, indiquent que la nature de l'actionnaire, le degré de liberté économique du pays⁴ et le niveau de développement de son marché financier (mesurée par le rapport entre le volume d'actions échangées et la capitalisation boursière du pays) influencent significativement la performance de la firme après sa privatisation.

Boubakri et al. (2005) aboutissent à des conclusions très proches dans une étude portant sur les privatisations dans les pays émergents. Utilisant la même méthode que dans l'article de D'Souza et al., ils concluent à un effet positif des privatisations sur leur échantillon de firmes privatisées entre 1980 et 1997 en Afrique, Amérique latine, Asie et Europe de l'Est. Ils montrent cependant que la performance post-privatisation peut dépendre de plusieurs facteurs dont l'implication d'actionnaires étrangers.

Ces articles montrent que les recherches empiriques récentes concluent certes à la supériorité des formes « privées » de détention du capital mais présentent des résultats moins homogènes que ce qui semblait être le cas dans les études antérieures. Les privatisations auraient un effet plutôt positif, mais cet effet est à nuancer en fonction de variables caractérisant la firme privatisée, l'environnement économique ou politique ainsi que le contexte de la privatisation. D'ailleurs, aujourd'hui la littérature scientifique ne se pose plus la question de la pertinence des privatisations mais s'interroge plutôt sur les conditions d'un effet réellement positif de ces opérations. Villalonga (2000) et Alexandre et Charreaux (2004) aboutissent, par exemple, suite à une étude menée sur les programmes de privatisation respectivement espagnol et français, à une interrogation quant à la réelle efficacité économique des privatisations. Cette efficacité est en fait fonction de plusieurs facteurs qu'il est possible de regrouper de la manière suivante.

Premièrement, des variables environnementales telles que le contexte économique au moment de la privatisation et la nature, régulée ou non, du marché sur lequel opère la société privatisée peuvent avoir un effet plus ou moins dynamisant sur l'entreprise privatisée.

Deuxièmement, la volonté de certains gouvernements de conserver une partie plus ou moins importante du contrôle des firmes privatisées modifie sensiblement la performance de celles-ci après leur « mise sur le marché ».

Troisièmement, les caractéristiques organisationnelles des firmes avant ou après la privatisation peuvent influencer fortement la performance de l'opération. Les principaux vecteurs influençant l'effet de la privatisation sont soit internes (structures de l'actionnariat, du conseil d'administration)

⁴L'indicateur de liberté économique de Gwartney et al. (2001) repose sur la taille du gouvernement, la structure de l'économie (centralisée ou non) et la liberté d'exercer ses choix personnels

soit externes (discipline exercée par les marchés financiers...).

Ensuite, le passage d'une structure de contrôle publique à une structure privée permet d'offrir une plus grande flexibilité stratégique et financière qu'il est possible d'envisager à travers la possibilité de se financer plus aisément sur les marchés financiers (augmentation de capital, croissance externe par échange d'actions...). De la même manière, une entreprise privatisée peut assurer son internationalisation par croissance externe et s'internationaliser sans subir d'attaques telles que celles menées contre EDF lors de son OPA très critiquée sur Montedison en 2001⁵.

Cependant, avant toute chose, il semble important d'aborder la réalité des privatisations dans le monde et notamment sa très forte évolution géographique depuis 1999 notamment.

Un contexte géographique en forte évolution

Le phénomène des privatisations a fortement évolué depuis quelques années par un déplacement de son centre de gravité géographique. Le tableau suivant nous renseigne sur la réalité

Tableau 1. Privatisations par région durant la période 1985–1999

Région	Revenus (MdsUSD 1985)	Revenus (% PIB 85)	Nombre de privatisations	Revenu moyen par transaction
Amérique du Nord et Europe Occidentale	522,2	8,9	871	599,5
Extrême Orient et Pacifique	318	13,3	831	382,7
Amérique Latine	197,3	13,9	1601	123,2
Europe de l'Est et Asie Centrale	23,3	14	2453	9,5
Moyen-Orient et Afrique du Nord	19,9	6,9	419	47,5
Asie du Sud-Est	11,4	5,2	335	34,1
Afrique Sub-Saharienne	9,5	5,4	1662	5,7

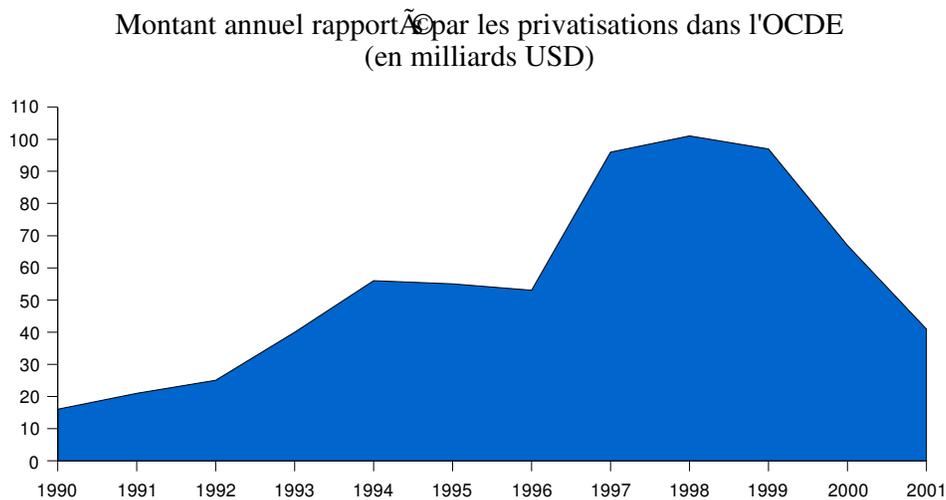
Source : Brune (2004)

L'Amérique du Nord et l'Europe Occidentale sont les zones géographiques sur lesquelles le programme de privatisations a été le plus important en volume sur la période 1985-1999 devant l'Extrême-Orient et l'Amérique Latine. Ramené au PIB de la zone, on se rend compte que c'est le

⁵En effet, le gouvernement italien avait jugé à l'époque que c'est sur la base d'un monopole public ardemment défendu d'EDF dans son pays que cette dernière a pu constituer des réserves lui permettant de lancer une telle OPA.

programme de privatisations d'Europe de l'Est qui est le plus important suivi de près par les programmes d'Amérique latine et d'Extrême Orient. Le phénomène des privatisations est donc un phénomène mondial et non pas limité à une zone géographique donnée ainsi qu'à un contexte politique et historique particulier. Les privatisations ne sont donc pas uniquement un moyen de sortir d'une économie planifiée et centralisée.

Cependant, le programme de privatisation dans l'OCDE a atteint un pic en 1998 et décroît depuis (graphique 1). Dans cette zone, les privatisations concernent aujourd'hui des entreprises opérant sur des secteurs réglementés (télécommunications, transports ferroviaires, énergie) : les enjeux symboliques et politiques sont importants et la recherche concerne ici plus les sciences économiques et les modalités optimales de réglementation des marchés ainsi modifiés.



Aujourd'hui les programmes de privatisation les plus importants et les plus dynamiques se situent en Europe de l'Est, en Amérique Latine et en Extrême-Orient⁶ ce qui explique la part importante dans la littérature empirique actuelle de ces zones géographiques. Il nous a donc semblé intéressant de mettre en avant les développements concernant ces zones géographiques et leurs problématiques propres.

L'influence du contexte économique et politique

Une analyse de l'impact du contexte économique et politique prévalant au moment de la privatisation s'avère importante dans le cas de firmes des pays de l'OCDE et notamment d'Europe occidentale et d'Amérique du Nord. Cette analyse est d'autant plus nécessaire dans le cas de la

⁶Il faut signaler que la France, ainsi que d'autres pays d'Europe occidentale, reste active sur le marché des privatisations avec pour n'en citer que quelques une la SNECMA, la SAPRR, les Pages Jaunes en 2004, la SFP en 2003 plus un ensemble de cessions d'actions d'entreprises partiellement privatisées (Total, France Telecom, Renault SA...).

Chine, des pays d'Amérique Latine ou d'Europe de l'Est dont les contextes politiques et institutionnels sont plus complexes et hétérogènes. Un des problèmes majeurs que rencontrent les sociétés privatisées dans ces zones ci est l'absence, ou en tout cas la faible existence, de stabilité politique et économique. Ainsi, Harper (2002) montre que la stabilité facilite la performance des sociétés privatisées et permet à la firme de se restructurer tranquillement et d'attirer les capitaux étrangers. Parallèlement, Harper aboutit au résultat selon lequel la nature de la préparation de la privatisation influence la performance de la firme une fois que celle-ci est privatisée. Ce qui modifie la performance des sociétés privatisées est en grande partie la manière dont la privatisation est menée. Transparence, rapidité et homogénéité dans les procédures sont des facteurs importants de performance post privatisation. A la différence de ce qui a été observé dans les pays de l'OCDE, l'absence de restructuration avant la privatisation a un impact positif car elle laisse moins de place à la sensation de corruption et de choix discrétionnaires pour les propriétaires à venir.

L'étude empirique de Harper aboutit également au résultat selon lequel les procédures opaques dans lesquelles l'Etat reste fortement impliqué nuisent à la performance. Par contre, il est important que la dérégulation ou re-régulation des secteurs soit organisée conjointement à la privatisation afin que les firmes jusqu'alors protégées de la concurrence ne subissent pas un choc destructeur de richesse. Il est nécessaire également que les outils d'une bonne gouvernance soient mis en place parallèlement à la privatisation. Ricketts (2004) parvient à des résultats très proches qui mettent en avant le besoin d'une clarté des choix politiques lors de la mise en place des privatisations.

Le désir des gouvernants de garder le contrôle des firmes qu'ils jugent stratégiques génère d'ailleurs de nombreux mouvements de privatisations partielles voire virtuelles.

Privatisations partielles, virtuelles et « corporatisation ».

Il peut être politiquement compliqué pour un État de se désengager complètement de certaines firmes. Pour cette raison, des privatisations partielles sont réalisées permettant de maintenir un contrôle étatique tout en permettant un accès au marché financier, la possibilité d'échanger des titres, une ouverture internationale. L'intérêt est ici de permettre aux marchés financiers d'exercer une certaine discipline tout en conservant une relation privilégiée entre l'entreprise et l'Etat. Ceci peut être particulièrement intéressant dans le cas de firmes ayant une part significative de leur activité liée aux marchés publics. Gupta (2002) montre ainsi, sur un échantillon de firmes indiennes, que les firmes partiellement privatisées voient leur performance accrue au niveau des ventes, du profit mais également de la productivité du travail.

Ce problème est crucial en Chine où malgré la privatisation de très nombreuses entreprises, l'Etat communiste ne peut se résoudre à privatiser les 1000 plus importantes firmes jugées stratégiques. Le socialisme de marché suppose cependant une acceptation, au moins partielle, des règles du

marché. Le gouvernement chinois a choisi la voie de la « corporatisation »⁷ qui permet de conserver le contrôle des firmes tout en en modifiant le fonctionnement afin de l'adapter aux contraintes de l'ouverture internationale des firmes chinoises. Cela a commencé il y a une dizaine d'années avec l'apparition des actionnaires et d'un conseil d'administration présidé par un PDG, puis la mise en place de contrats incitatifs pour les dirigeants. Aivazian et al. (2005) ainsi que Zhang (2004) testent l'effet de ces réformes qui maintiennent l'Etat comme actionnaire unique ou majoritaire.

L'idée implicite est que la mise en place de contrats incitatifs pour les dirigeants et d'une dérégulation contrôlée, permettant une plus grande concurrence entre firmes, devraient suffire à accroître la performance sans nécessiter le recours à la privatisation. Cette idée est confirmée par Hong et al. (1994), Groves et al. (1995), Li (1997). Cependant, les limites d'une telle démarche résident dans la difficulté de mettre en place un contrat incitatif complet et sont bien connues. D'ailleurs plusieurs études récentes (Wei et al. (2003), Sun et Tong (2003)) montrent que les sociétés chinoises privatisées voient leur performance s'accroître nettement après leur privatisation, bien plus significativement qu'après la corporatization qui ne serait alors qu'une étape vers la privatisation.

Cette recherche d'une adaptation des structures de gouvernance du dirigeant au moment de la privatisation s'avère très présente même hors du cas particulier de la Chine.

Gouvernance

La privatisation est un moment privilégié pour modifier la gouvernance des firmes. La cause peut en être simplement réglementaire (exemple, la représentation salariale dans les conseils d'administration des firmes françaises privatisées), ou liée à la cotation du titre sur les marchés financiers, qui implique une modification de la nature de l'actionariat ainsi que celle des organes de contrôle (conseil d'administration...). La privatisation est souvent le moment propice pour un changement de dirigeant.

Une littérature, maintenant classique, confère un rôle important à la présence d'un actionnaire majoritaire permettant de contrôler et inciter le dirigeant à créer de la valeur dans une structure jusqu'alors dominée par un actionnaire unique, l'Etat, peu incité à jouer son rôle. Le rôle important de l'actionnaire majoritaire semble d'ailleurs renforcé dans une période de turbulence pour la firme telle que la privatisation. Alexandre et Charreaux (2004) montrent le rôle positif dans l'accroissement de la performance des sociétés privatisées françaises de la présence d'un actionnaire dominant. Dans le cas tchèque, Hanousek et al. (2004) trouvent des résultats assez proches dans le cas où cet actionnaire majoritaire est étranger. Il est à noter que dans le cas français, Alexandre et

⁷Nous avons préféré conserver ce terme plutôt que d'envisager le recours au néologisme « entrepreneurisation » qui n'aurait été qu'une traduction très imparfaite.

Charreaux (2004) trouvent également un effet positif de la présence d'actionnaires étrangers sur la performance (économique et des fonds propres) de la firme après sa privatisation. Cet effet est d'autant plus marquant pour la République Tchèque, que dans le cas d'un actionnaire majoritaire domestique, il y a, inversement, spoliation des minoritaires. Ce résultat est cohérent avec celui d'Atanasov (2005) dans son étude sur les privatisations bulgares. Le cadre juridique est extrêmement important et le contexte particulier de certains pays émergents amène à modérer les conclusions issues de travaux classiques portant sur les pays développés. Dans le cas de la Bulgarie et de la République Tchèque, la présence de l'Etat dans l'actionnariat permet de limiter le pillage de l'entreprise par l'actionnaire dominant domestique. On retrouve alors une idée proche de celle entrevue précédemment avec l'intérêt des privatisations partielles et de la « corporatisation » à la chinoise. Dans les pays à la stabilité politique et économique fragile, une période transitoire semble nécessaire pour assurer la performance des firmes privatisées, période pendant laquelle l'état joue le rôle de l'actionnaire majoritaire tout en permettant à la firme de se « familiariser » avec un marché concurrentiel déréglementé.

La privatisation est également un moment propice à la modification des organes internes de contrôle (conseil d'administration...) et de politique d'incitation du dirigeant. Il s'agit d'adapter l'entreprise privatisée à son nouvel environnement. Très souvent le conseil d'administration est adapté avant la privatisation, et cette préparation a un effet positif dans le cas de pays développés mais plus ambigu dans le cas de pays en développement (Harper, 2002). L'introduction d'administrateurs externes a souvent lieu un ou deux ans avant la privatisation et il est alors difficile de tester l'effet positif de ce changement sur la firme après privatisation.

L'effet de la présence d'administrateurs externes dans le cas des privatisations en Russie, par exemple, est ambigu. Peng et al. (2003) aboutissent à l'absence d'effet significatif sur la performance dans le cas de la deuxième vague de privatisation en Russie⁸ alors que Shleifer et Vassiliev (1996) concluent à l'impact positif de la présence d'administrateurs externes, même minoritaires, durant la période qui suit la privatisation.

Le changement de dirigeant semble avoir un effet assez faible sur la performance des firmes privatisées en Russie (Peng et al. 2003) alors que cet effet est positif dans le cas de l'Ukraine (Warzynski, 2003), ce qui peut être imputé à l'effet disciplinaire du marché des dirigeants. Le turnover des dirigeants est moins important dans le cas des firmes privées (ce que l'auteur impute peut-être un peu rapidement à l'enracinement des dirigeants) mais ces changements de dirigeants moins nombreux sont plus profitables que dans le cas des firmes contrôlées par l'état.

Plus que le changement de dirigeant, dont l'optique reste ancrée dans une logique « contrôle sanction » du dirigeant défaillant, la privatisation peut permettre la mise en place d'une réelle

⁸Après l'échec de la première vague de privatisation, le gouvernement russe a décidé d'appliquer certaines règles de la théorie de l'agence et d'obliger les firmes privatisées à ouvrir leur conseil à des personnalités indépendantes. Il va de soi que, comme pour chaque étude portant sur le sujet, la notion d'indépendance est très difficile à opérationnaliser.

politique d'incitation du dirigeant et d'alignement de ses intérêts avec ceux de ses actionnaires. Nous avons vu que, dans le cas de la Chine, cette incitation est intégrée avant même la phase de privatisation mais que la réussite d'une telle opération est limitée. Une des raisons principales est l'impossibilité de rémunérer l'équipe dirigeante phrase incomplète par le biais des stock-options, ces derniers qui nécessitant la cotation du titre. Cragg et Dyck (2003) obtiennent un résultat qui confirme cela sur un échantillon de firmes britanniques. La mise en place de mécanismes incitatifs des managers n'a pas d'effet significatif dans le cas des firmes contrôlées par l'Etat alors que l'effet est nettement significatif dans le cas des firmes privées, notamment par le biais des stock-options.

L'optique abordée jusqu'alors reste très centrée sur la relation « actionnaires / dirigeant ». Il semble difficile d'envisager l'effet des privatisations sans adopter une lecture partenariale de la firme et notamment de l'impact des privatisations sur les salariés. Une crainte majeure des salariés lors des vagues de privatisations est de faire les frais de la restructuration nécessaire à l'adaptation des firmes à leur nouvel environnement et à la pression plus forte des actionnaires de dégager des profits. Dans le cas français (Alexandre et Charreaux, 2004), russe (Brainerd, 2002) et pour l'ensemble des pays de l'est (Claessens et Djankov, 2002), les privatisations ont un effet positif sur la productivité du travail, pas d'effet négatif sur le niveau de l'emploi et pour les études traitant de la Russie et des pays de l'Est, un effet positif sur le niveau des salaires qui s'accroissent significativement. Toujours dans le même esprit, Sun et Tong (2003) trouvent à partir d'un échantillon de 634 privatisations en Chine que cette opération accroît les salaires, la productivité mais pas les profits surtout si l'Etat reste actionnaire significatif.

La flexibilité

Le débat sur l'intérêt de la privatisation ne se limite pas à l'analyse d'une simple relation de causalité entre nature de la propriété et performance. Les arguments en faveur de la privatisation proviennent également de la plus grande flexibilité induite par le passage d'un contrôle de l'Etat à un contrôle privé. Cette flexibilité peut prendre plusieurs formes dont, par exemple, l'internationalisation de l'activité mais également de la structure de gouvernance, le développement de la R&D par accords mutuels avec d'autres firmes. La structure de l'actionnariat est certes un problème de gouvernance mais nous souhaitons l'aborder ici sous l'angle de l'ouverture internationale permise par la privatisation.

Alexandre et Charreaux (2004) concluent à un effet positif de la présence d'un actionnaire étranger au moment de la privatisation dans le cas français. Plus précisément, la performance de la firme nouvellement privatisée est d'autant plus élevée qu'une part importante du capital est détenue par un investisseur étranger. Cette relation peut s'expliquer de deux manières. Tout d'abord l'ouverture

internationale du capital permet un contrôle plus marqué que celui provenant du réseau restreint du capitalisme franco-français en place au début des années 90. Ensuite, cet actionnariat étranger va se voir conférer un rôle d'accompagnateur du développement international de la firme, limité pendant la période des nationalisations.

Si l'intérêt de la présence d'actionnaires ou d'administrateurs étrangers apparaît assez clairement dans le cas des pays développés, il en est autrement des pays émergents où la présence d'actionnaires étrangers majoritaires étouffe quelque peu le potentiel de développement des firmes locales (nous pouvons citer par exemple le cas des banques dans les pays d'Afrique francophone et notamment à Madagascar). Sun et Tong (2003) ne parviennent pas à une relation positive entre la présence d'actionnaires étrangers et la performance des sociétés chinoises privatisées (hormis lorsque la performance est mesurée à partir du ratio « book-to-market »). Ils imputent notamment cela à l'omniprésence étatique qui complique l'investissement des étrangers en Chine par le biais de la prise de participation au profit de joint-ventures et de l'investissement direct.

Dans le cas des ex-pays du bloc de l'Est, le problème du rôle de l'Etat est récurrent dans la littérature traitant de la présence d'investisseurs étrangers lors des privatisations. Abel et Siklos (2004) montrent que l'impact des investisseurs étrangers est nettement positif dans le cas de la privatisation des banques hongroises et que cela provient de la manière dont ces investisseurs étrangers ont été conviés à participer au processus de privatisation. Le pourcentage du capital des banques hongroises détenues par des étrangers est passé en 15 % en 1991 à 65 % en 1999. Durant cette même période la rentabilité des fonds propres est passée de 6 % à 12,7 %. Ce phénomène est surtout observé dans les grandes banques hongroises alors que les petites banques domestiques dont le marché est national restent la propriété des investisseurs hongrois. Cela a permis un transfert rapide de compétence

Il est certaines fois envisagé que la détention par l'Etat des entreprises permette une meilleure R&D car l'objectif du dirigeant n'étant pas la performance à court terme dictée par un actionnaire privé, cela permet à l'entreprise de consacrer plus de temps et de budget à la recherche et au développement de nouveaux produits ou de nouveaux processus. Inversement, Shleifer (1998), et plus largement la théorie des droits de propriété et la théorie des choix publics, défendent l'idée selon laquelle la propriété privée doit être préférée chaque fois que les incitations à innover et à contenir les coûts sont fortes. La privatisation favorise la mise en place d'une dynamique organisationnelle favorisant l'innovation. A l'inverse, Munari et al. (2002), à partir de l'étude des privatisations de quatre firmes⁹ constatent une diminution significative du ratio R&D sur ventes, notamment pour des projets de long terme ainsi qu'une ré-orientation vers des projets de recherche plus appliqués.

⁹ Centro SviluppoMateriali (Italie), ENEL (Italie), British Telecom (Grande-Bretagne) et Nippon Telegraph and Telecom (Japon)

Un cas particulier : les banques

Les banques occupent une place à part dans l'économie d'un pays, notamment comme outil de politique économique. L'impact potentiel de la privatisation est alors amplifié et a fait l'objet d'une littérature particulière.

Les arguments en faveur d'une détention publique des banques sont nombreux. Outre les arguments classiques et applicables à tous les secteurs (internaliser les externalités, ne pas négliger les aspects sociaux dans la course au profit...), certains arguments sont plus spécifiques aux banques, tels que la réduction de l'asymétrie d'information entre la banque et ses clients (emprunteurs et déposants), la participation au développement économique du pays et l'indépendance vis à vis de groupes étrangers dans le financement de la croissance. Megginson (2003) présente une revue de la littérature empirique concernant l'effet des privatisations sur la performance des banques. Il conclut à une amélioration de la performance des banques suite à la privatisation mais à un degré moindre que ce qui est observé pour des secteurs non financiers. Un vecteur important de la privatisation qui en module la performance est à nouveau la présence ou non d'investisseurs étrangers.

Plus qu'une simple question de performance, et comme nous l'avons envisagé précédemment, le contrôle d'une part importante des banques d'un pays par les investisseurs étrangers peut faire craindre des effets néfastes au financement du développement. On peut citer l'exemple du secteur bancaire de nombreux pays d'Afrique dans lequel les banques domestiques sont contrôlées par des banques de l'ancien pays colonisateur, et où une logique de simple centre de profit bloque la prise de risque et la participation au financement du secteur privé. On observe alors, dans certains pays en développement, un financement plus important en direction des entreprises de l'ancien pays colonisateur plutôt qu'à destination des entreprises domestiques. Ces dernières se retrouvent alors défavorisées dans un jeu concurrentiel qu'elles abordent déjà en position de relative faiblesse.

A l'inverse, Abel et Siklos (2004), Hasan et Marton (2003) pour la Hongrie, Bonin (2004) pour l'ensemble des pays d'Europe de l'Est confirment l'importance du rôle des investisseurs étrangers dans le processus de privatisation des banques. Ils accroissent la performance, l'efficacité post-privatisation, la stabilité du secteur financier mais également les conditions de financement du secteur privé domestique s'en trouvent améliorées¹⁰.

Clarke et al. (2005) observent une baisse de l'octroi de crédit suite à la privatisation des banques argentines pendant les années 90 et à l'entrée d'investisseurs étrangers dans le capital de banques, mais cet effet n'est que temporaire et correspond en fait à un nettoyage du bilan des banques locales. Rapidement, le niveau de prêts en direction des PME provinciales (hors Buenos Aires qui concentre 60 % du PNB argentin et 70 % des prêts accordés à des firmes en Argentine) de la part des banques

¹⁰Il est à noter ici l'absence de relations durables avec l'ex-pays colonisateur.

privatisées revient vite au niveau de celui des banques publiques. Cette étude confirme l'ampleur du choc que constitue bien souvent la privatisation et la nécessité d'en analyser l'impact à moyen, voire long terme.

En fait, une différence importante dans l'effet de la privatisation des banques provient du niveau de développement du pays qui privatise. Boehmer et al. (2004) montrent que les facteurs politiques (stabilité politique, risque politique, orientation économique du gouvernement et niveau de contestabilité électorale) sont des facteurs explicatifs de la décision de privatiser tout ou partie du secteur bancaire dans les pays en développement alors que les facteurs économiques (fiscalité, taille et qualité du secteur bancaire, niveau de développement du marché financier domestique) sont explicatifs du processus tant dans les pays de l'OCDE que dans les pays hors-OCDE.

Conclusion

La littérature scientifique empirique ne conclut que très rarement à un effet négatif de la privatisation sur les firmes concernées, mais l'effet positif n'est pas aussi tranché dans les articles récents qu'à une certaine époque et la performance des privatisations dépend en réalité de nombreux facteurs. Les études portant sur des firmes des pays de l'OCDE mettent en avant l'importance de la flexibilité offerte par la privatisation et de l'adaptation des structures de gouvernance sur l'efficacité des privatisations. Dans le cas des pays en voie de développement, on retrouve en général des variables très proches mais auxquelles il faut ajouter des variables liées à la stabilité économique et politique du pays. Le bon déroulement des privatisations n'est alors plus simplement technique mais est contingent à la capacité du pays à gérer une situation économique et politique complexe et peu transparente.

BIBLIOGRAPHIE

Aivazian V.A., Ge Y. et Qiu J.(2005), « Can corporatization improve the performance of state-owned enterprises even without privatization? », *Journal of Corporate Finance*, à paraître

Alexandre H., Charreaux G. (2004), « Efficiency of French Privatizations : a Dynamic Vision », *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, n°3, pages 467-494

Atanasov V. (2005), « How much value can blockholders tunnel? Evidence from the Bulgarian mass privatization auctions », *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, n° 1, pages 191-234

Boubakri, N., Cosset J.-C. et Guedhami, O. (2005), « Liberalization, Corporate Governance and the

Performance of Newly Privatized Firms », *Journal of Corporate Finance*, à paraître

Brainerd E. (2002), « Five Years after: The Impact of Mass Privatization on Wages in Russia, 1993–1998 », *Journal of Comparative Economics*, Vol. 30, n° 1, pages 160-190

Brune N. (2004), « Privatization Around the World », Ph.D. Dissertation, New Haven, Yale University

Brune N., Garrett G. et Kogut B. (2004), « The International Monetary Fund and the Global Spread of Privatization », *IMF Staff Papers*, Vol. 51, n° 2, 25 pages

Boehmer E., Nash R. C. and Netter J. M. (2005), "Bank Privatization in Developing and Developed Countries: Cross-Sectional Evidence on the Impact of Economic and Political Factors", *Journal of Banking and Finance*, à paraître

Bonin J.P. (2004), « Banking in the Balkans: the structure of banking sectors in Southeast Europe », *Economic Systems*, Vol. 28, n° 2, pages 141-153

Charreaux G. (1997), « L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace? », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, 1997, pages 38-56.

Claessens S. and Djankov S. (2002), « Privatization benefits in Eastern Europe », *Journal of Public Economics*, Vol. 83, n° 3, pages 307-324

Clarke G.R.G., Crivelli J.M. et Cull R. (2005), « The direct and indirect impact of bank privatization and foreign entry on access to credit in Argentina's provinces », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, n° 1, pages 5-29

Cragg M.I., Dyck I.J.A. (2003), « Privatization and Management Incentives: Evidence from the United Kingdom », *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 19, n° 1, pages 176-217

D'Souza J., Megginson W. et Nash R. (2005), « Effect of institutional and firm-specific characteristics on post-privatization performance: Evidence from developed countries », *Journal of Corporate Finance*, à paraître en 2005

Florio M., Manzon K. (2004), « Abnormal returns of UK privatizations: from underpricing to

outperformance », *Applied Economics*, vol. 36, n° 2, pages 119-136

Groves T., Hong Y., Mc Millan J. et Naughton B. (1994), « Autonomy and Incentives in Chinese State Enterprises », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, pages 183-209

Groves T., Hong Y., Mc Millan J. Naughton B. (1995), « China's Evolving Managerial Labor Market », *Journal of Political Economy*, 103, pages 873-891

Gupta N. (2002), « *Partial Privatization and Firm Performance* », FEEM Working Paper, n° 110.2002, 40 pages

Gwartney, J., Lawson, R., et Skipton, C. (2001), « Economic Freedom of the World: 2001 Annual Report », *Fraser Institute*, Vancouver.

Jacquillat B. (1985), « Desétatiser », Robert Laffont, 358 pages

Hanousek J., Svejnar J. et Kocenda E. (2004), « Ownership, Control and Corporate Performance After Large-Scale Privatization », *William Davidson Institute Working Paper*, n° 652

Hasan I., Marton K. (2003), « Development and efficiency of the banking sector in a transitional economy: Hungarian experience », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, n° 12, pages 2249-2271

Harper J.T. (2002), « The performance of privatized firms in the Czech Republic », *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, n° 4, pages 621-649

Li W. (1997), « The Impact of Economic Reform on the Performance of Chinese State Enterprises, 1980-1989 », *Journal of Political Economy*, vol. 105, pages 1080-1106

Llewellyn R.D.V. (1940), « How Green Was My Valley », traduction B. Vulliemmin (1998), Phebus

Lopez de Silanes F., Chong A. (2003), « The Truth about Privatization in Latin America », *Yale ICF Working Paper*, n° 03-29,

Megginson W.L. (2003), « The Economics of Bank Privatization », *World Bank Conference on Bank Privatization in Low and Middle Income Countries*, 45 pages

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

Meggison W.L. et D'Souza J. (1999), « The Financial and Operating Performance of Newly-Privatized Firms During the 1990s », *Journal of Finance*, vol. 54, pages 1397-1438

Meggison 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, pages 321-389

Meggison 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.

Munari F., Roberts E.B., Sobrero M. (2002), « Privatization processes and the redefinition of corporate R&D boundaries », *Research Policy*, vol. 31, pages 31–53

Ricketts M. (2004), « Further Lessons from Privatisation », *Economic Affairs*, Vol. 24, n° 3, pages 9-14

Shleifer A. (1998), « State versus Private Ownership », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, pages 133-150.

Shleifer, A., et Vasiliev, D. (1996), « Management ownership and Russian privatization », Dans R. Frydman, C. Gray, et A. Rapaczynski, « Corporate governance in Central Europe and Russia » Budapest: Central European University Press, pages 62-77

Skeel Jr D.A. (2002), « Virtual Privatization: Governance Reforms for Government-Owned Firms » *The Journal of Corporate Law Studies*, vol. 2, n° 1, pages 57-82

Sun Q., Tong W.H.S. (2003), « China Share Issue Privatization : to the extent of its Success », *Journal of Financial Economics*, vol. 70, n° 2, pages 183-222

Villalonga B. (2000), « Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effects », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 42, pages 43–74

Warzynski F. (2003), « Managerial change, competition, and privatization in Ukraine », *Journal of Comparative Economics*, vol. 31, n° 2, Pages 297-314

Wei Z., Varela, O. D'Souze J. et Hassen M.K. (2003), « The Financial and Operating Performance of China's newly Privatized Firms », *Financial Management*, Summer, pages 97-126

Zhang L. E. (2004), « The Roles of Corporatization and Stock Market Listing in Reforming China's State Industry », *World Development*, vol. 32, n° 12, pages 2031-2047